

# La réforme des indices financiers de référence : une perspective internationale

Thomas Thorn et Harri Vikstedt

- Des indices de référence robustes sont d'une importance capitale pour les marchés financiers, car ils fournissent une mesure objective des prix en vigueur sur le marché, à partir de laquelle les contrats standardisés peuvent être établis. Ils revêtent une importance particulière pour les marchés des produits dérivés, ces derniers constituant un outil de couverture essentiel pour les institutions financières et les autres acteurs du marché. La valeur notionnelle de ces instruments s'élève à des centaines de billions de dollars à l'échelle mondiale, dont plus de 10 billions de dollars au Canada.
- Des allégations de manipulation de certains indices financiers de référence mondiaux et, dans certains cas, des aveux d'actes répréhensibles ont retenu l'attention de la presse financière internationale et ont clairement fait ressortir la nécessité de remédier à la gouvernance insuffisante et aux problèmes d'incitation qui touchent certains indices.
- Les banques centrales et d'autres autorités publiques dans le monde, y compris au Canada, travaillent de concert au renforcement des indices financiers de référence en veillant à ce qu'ils respectent des normes internationales rigoureuses. En raison du rôle central que jouent ces indices dans le système financier d'aujourd'hui, les changements de fond qui y sont apportés doivent toutefois être coordonnés à l'échelle du globe, et leurs incidences plus générales sur la stabilité financière, soigneusement évaluées.

## Introduction

Par suite d'allégations de manipulation, les indices financiers de référence, auxquels on accordait jusque-là peu d'attention, ont été propulsés à la une de la presse financière. En plus de démontrer l'urgence d'une réforme, cette situation a mis en relief l'importance de ces indices

au sein du système financier. Il est en effet difficile d'imaginer les marchés financiers modernes sans les dérivés, les prêts et obligations à taux variable et les indices financiers, qui dépendent tous des indices financiers de référence. Ceux-ci sont essentiellement des taux ou des prix qui servent de référence ou sont utilisés dans un éventail de contrats financiers pour déterminer une valeur ou un paiement, compte tenu des prix en vigueur sur le marché sous-jacent, à une date future précise. Par exemple, un particulier ou une entreprise peut emprunter aujourd'hui et verser au prêteur des intérêts établis à partir des taux d'intérêt du marché, mesurés par un indice financier de référence, pendant la durée du prêt.

Les indices de référence ont facilité la standardisation des produits financiers au moyen de mécanismes de valorisation plus stables et plus transparents, qui ont aussi contribué à stimuler la progression des instruments dérivés que les entreprises mettent à profit pour mieux gérer leurs expositions aux risques sous-jacents. L'ascension rapide des marchés de dérivés depuis les années 1980 et leur recours aux actifs financiers sous-jacents ou aux indices de référence pour déterminer la valeur ont conduit à la dépendance envers les indices de référence que l'on observe aujourd'hui. Dans bien des cas, les marchés qui se servent des indices financiers de référence ont, par leur taille, éclipsé le marché sur lequel ces taux sont basés, ce qui accentue l'incitation économique à influencer les taux<sup>1</sup>. Si cette incitation a été tenue en échec dans une certaine mesure par les règles en place visant à contrer la manipulation des marchés, les événements récents ont démontré que des mesures supplémentaires doivent être prises pour renforcer la gouvernance des indices financiers

<sup>1</sup> Par exemple, des contrats et des instruments financiers de plus de 500 billions de dollars américains sont établis en fonction des principaux taux d'intérêt interbancaires de référence mondiaux.

de référence et veiller à ce que ces derniers demeurent représentatifs des prix en vigueur sur les marchés sous-jacents.

Des indices de référence robustes sont essentiels pour promouvoir la sûreté et la stabilité du système financier international. C'est pourquoi les autorités publiques et les acteurs du secteur financier collaborent désormais à l'échelle mondiale pour améliorer la fiabilité, la résilience et la gouvernance des indices financiers de référence et rétablir la confiance des marchés et du public envers ces taux.

Le présent rapport fait le point sur les mesures mises en œuvre dernièrement concernant les indices financiers de référence, et met en particulier l'accent sur les taux d'intérêt interbancaires mondiaux qui ont été au cœur de la manipulation ayant mené aux examens récents. Après une première partie consacrée au rôle des indices financiers de référence, nous examinons les réformes entreprises dans le monde et les problèmes auxquels doivent faire face les autorités. Nous concluons par une analyse de l'évolution récente de la politique canadienne à l'égard du principal taux d'intérêt de référence au pays, le CDOR (*Canadian Dollar Offered Rate*).

Encadré 1

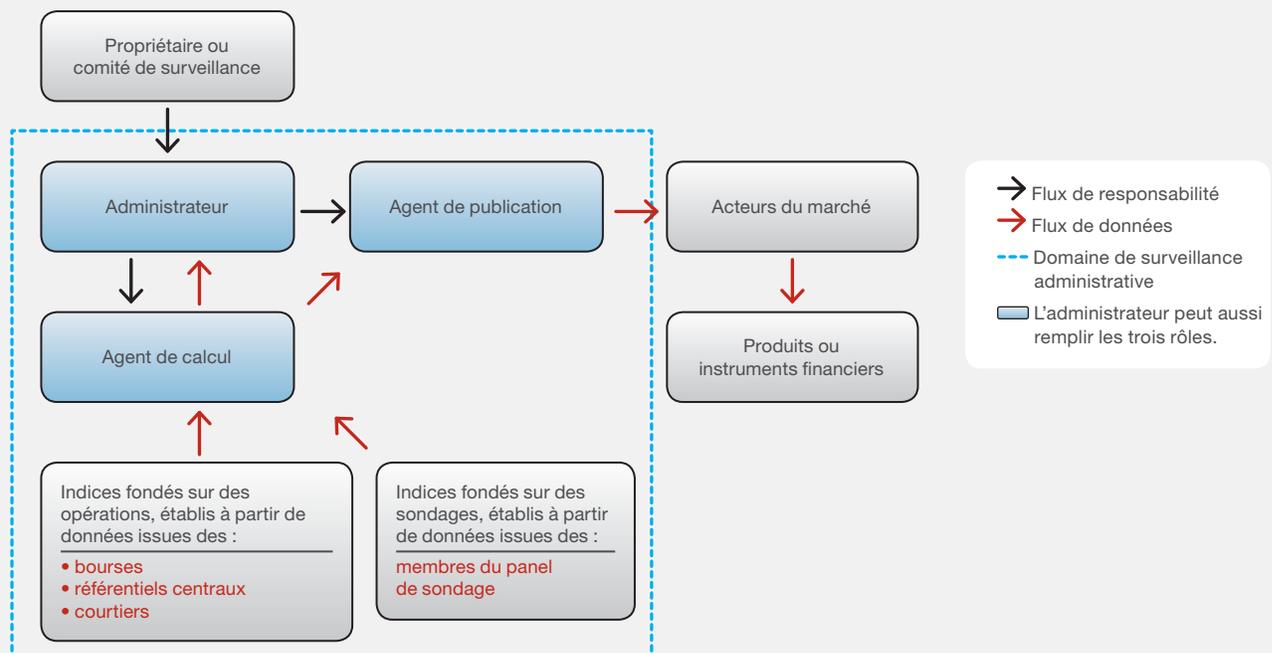
### Cadre général des indices financiers de référence

En général, les indices de référence sont établis par le propriétaire de l'indice ou le comité qui en assure la surveillance (Figure 1-A). Le propriétaire ou le comité de surveillance devient ou désigne l'administrateur de l'indice, soit l'entité responsable de tous les aspects du processus d'établissement des taux, notamment la détermination des règles et des normes applicables et le suivi de la conformité par les répondants. L'administrateur peut également être chargé de calculer et publier l'indice de référence, sauf s'il décide de déléguer ces fonctions à d'autres entités, auquel cas il lui incombe de surveiller la façon dont le sous-traitant s'en acquitte.

Dans l'ensemble, les indices de référence peuvent s'appuyer uniquement sur des données de marché (indices fondés sur

des opérations) ou sur les opinions d'un certain nombre d'acteurs du marché (indices fondés sur des sondages). Même dans ce dernier cas, les réponses doivent toutefois être liées directement ou indirectement aux opérations sur les marchés sous-jacents. Dans les deux cas, l'agent de calcul reçoit des données brutes qui peuvent être assujetties à certains paramètres de sélection et calcule le taux conformément à des règles prédéterminées. Ces règles précisent, par exemple, si des données d'entrée doivent être exclues, de manière à éliminer de possibles valeurs aberrantes, et définissent la méthode de calcul à appliquer. Pour sa part, l'agent de publication fait connaître les taux de référence (et éventuellement les réponses individuelles initiales) à ses abonnés ou au public.

Figure 1-A : Cadre relatif à la gouvernance et l'établissement des indices financiers de référence



## Encadré 2

## Historique des indices de référence interbancaires

Les indices de référence de taux d'intérêt interbancaires ont été créés à la fin des années 1960 et dans les années 1970 afin de faciliter les prêts bancaires au moment de la réouverture des marchés du financement bancaire transfrontalier, à l'arrêt depuis la Grande Dépression. Les changements à la réglementation, puis l'afflux des pétrodollars, avaient alimenté une croissance rapide du marché des dépôts libellés en dollars américains à l'extérieur des États-Unis (c'est-à-dire en eurodollars), les banques, en particulier celles établies à Londres, se retrouvant ainsi inondées de dépôts. Pour faire fructifier ces fonds, les banques ont accru leurs prêts interbancaires et leurs prêts consortiaux (prêts offerts à un emprunteur unique par un groupe de banques). Les prêts consortiaux ont permis à ces institutions de réduire leur exposition au risque de crédit à l'égard de chaque emprunteur. Pour faciliter davantage l'octroi de prêts consortiaux, certaines banques à Londres ont commencé à offrir des prêts en se fondant sur le taux moyen pondéré auquel les banques membres du consortium étaient disposées à se prêter de l'argent, majoré d'une marge calculée en fonction de la solvabilité de l'emprunteur. Cette innovation s'est révélée extrêmement populaire et a contribué à l'expansion du marché des prêts consortiaux.

La réouverture du marché des prêts interbancaires et la croissance des prêts consortiaux ont conduit à la création des dérivés de taux d'intérêt (dont les swaps de taux d'intérêt et les contrats à terme en eurodollars), qui visent à gérer les expositions aux risques découlant de ce type d'activité bancaire. Toutefois, pour standardiser ces produits, il a fallu mettre au point un indice de référence transparent

et commun facilitant leur valorisation. La British Bankers' Association (BBA) et la Banque d'Angleterre, en collaboration avec d'autres entités, ont commencé à se pencher sur cette question en 1984. Leur démarche a débouché sur un ensemble de recommandations de modalités applicables aux swaps de taux d'intérêt, entre autres en ce qui concerne l'établissement des taux de règlement des intérêts de la BBA, qui ont précédé le taux interbancaire offert à Londres (LIBOR). Le LIBOR a été officiellement publié pour la première fois deux ans plus tard, soit le 1<sup>er</sup> janvier 1986, au départ pour trois monnaies (le dollar américain, le yen et la livre sterling). D'autres autorités importantes ont rapidement établi leurs propres indices de référence pour les taux d'intérêt interbancaires, notamment le taux interbancaire offert à Tokyo (TIBOR) et, plus récemment, le taux interbancaire offert en euros (EURIBOR), dont la création a coïncidé avec l'avènement de l'euro.

Les banques canadiennes ont conçu un taux similaire pour déterminer les taux des prêts (souvent consortiaux) adossés à des acceptations bancaires, soit le CDOR (*Canadian Dollar Offered Rate*). Le CDOR et le LIBOR ont cependant commencé à se différencier l'un de l'autre en 1998, après que l'administrateur du LIBOR, la BBA, eut demandé aux banques de répondre au sondage en se fondant sur le taux auquel elles étaient en mesure d'emprunter sur le marché interbancaire non garanti. En revanche, le CDOR se définit toujours comme le taux moyen auquel les banques sont disposées à prêter contre des émissions d'acceptations bancaires, et les banques répondant au sondage CDOR continuent de participer directement au processus d'émission de ces instruments.

## Le rôle des indices financiers de référence

Les indices financiers de référence permettent aux acteurs du marché d'arrimer le règlement ou l'évaluation de contrats financiers à un taux ou un prix convenu. L'Encadré 1 présente un cadre général relatif à la gouvernance et l'établissement des indices financiers de référence.

Les indices de référence, en particulier les taux d'intérêt interbancaires de référence, ont facilité la standardisation des contrats financiers, et ainsi entraîné une diminution des coûts des opérations et une amélioration de la liquidité des marchés, en plus de permettre une redistribution efficace des risques dans le système financier (l'Encadré 2 présente plus d'information sur les taux interbancaires de référence). Une perte de confiance à l'égard de ces indices ou une érosion de leur crédibilité pourrait par conséquent avoir de profondes répercussions sur la liquidité des marchés qui y ont recours, et ainsi leur conférer une importance systémique. L'actualité récente a peut-être ébranlé cette confiance, mais il reste que les marchés n'ont pas réduit

leur recours à ces taux comme certains le prévoyaient. Au contraire, le total combiné des positions ouvertes nettes sur contrats à terme en eurodollars et contrats à terme EURIBOR<sup>2</sup>, qui comptent parmi les contrats les plus liquides au monde, est revenu aux niveaux records atteints avant la crise financière de 2007-2009.

## Indices de référence fondés sur des sondages : faiblesses révélées par la crise financière

Si le cadre de gouvernance est insuffisant, en particulier en ce qui a trait au processus de réponse au sondage, un indice de référence peut être vulnérable à la manipulation. L'exemple le plus évident est la possibilité que les membres du panel sur les indices de référence

2 L'EURIBOR est le taux interbancaire offert en euros.

fondés sur des sondages<sup>3</sup> faussent leurs réponses pour influencer la valeur d'un taux de référence et ainsi maximiser le bénéfice tiré des positions qui en dépendent. De fait, peu de temps après la crise financière, des allégations ont circulé selon lesquelles d'importants taux interbancaires de référence mondiaux avaient été manipulés par les participants au sondage au moyen de réponses faussées (Vaughan, Finch et Ivry, 2013). Cela s'est produit pendant la tourmente provoquée par la crise sur le marché des prêts interbancaires, et donc à un moment où il y avait peu d'opérations à partir desquelles les réponses pouvaient être vérifiées. Si la manipulation a surtout touché les indices de référence interbancaires fondés sur des sondages (LIBOR, EURIBOR et TIBOR<sup>4</sup>), des allégations de manipulation des taux de change de référence fondés sur les opérations liquides ont également fait surface récemment.

Pour la plupart des indices de référence interbancaires fondés sur des sondages, les réponses des banques sont rendues publiques et, aux yeux des acteurs du marché, reflètent directement le risque de crédit de ces institutions. Les répondants au sondage sont par conséquent incités à sous-évaluer leurs taux d'emprunt afin d'influencer l'idée que se fait le marché de leur solvabilité, ce qui était particulièrement manifeste pendant la crise. Dans la mesure où les réponses soumises étaient faussées, les conséquences subies variaient d'un acteur du marché à l'autre selon qu'il était emprunteur ou prêteur.

## Rapport Wheatley sur le LIBOR

En 2012, des allégations de manipulation de certains taux LIBOR ont incité la Financial Services Authority du Royaume-Uni à demander à Martin Wheatley d'examiner l'indice de référence<sup>5</sup>. Le but visé était de faire enquête sur différents aspects du LIBOR et de formuler des recommandations afin de réduire sa vulnérabilité à la manipulation<sup>6</sup>.

Le rapport Wheatley a conclu que les problèmes liés au LIBOR étaient certes graves, mais pouvaient être corrigés au moyen d'un programme exhaustif et ambitieux de réforme et que la transition vers un ou plusieurs

nouveaux indices de référence présenterait un risque d'instabilité financière d'une ampleur inacceptable et pourrait donner lieu à des litiges à grande échelle entre les parties détenant des contrats basés sur le LIBOR (HM Treasury, 2012). Voici certaines des suites qui ont été données au rapport.

- L'utilisation du LIBOR a été éliminée pour plusieurs échéances et monnaies en raison du très petit nombre d'opérations sous-jacentes<sup>7</sup>. Les taux LIBOR en dollars canadiens ont notamment été éliminés. Comme ces taux étaient peu utilisés, leur élimination n'a pas eu d'incidence sur le marché<sup>8</sup>.
- La publication des réponses individuelles a été reportée de trois mois afin que les répondants soient moins incités à sous-évaluer leurs coûts de financement, en particulier en période de tensions<sup>9</sup>.
- Un code de conduite exige que les banques membres du panel arriment leurs réponses aux opérations dans la mesure du possible, et fournit des lignes directrices relatives aux contrôles internes, à la conservation des dossiers et à l'audit externe.

Enfin, en réponse à une suggestion du rapport Wheatley visant le renforcement du cadre de gouvernance du LIBOR, la British Bankers' Association a cédé son rôle d'administrateur à l'IntercontinentalExchange Group (ICE) par l'entremise d'un processus d'appel d'offres<sup>10</sup>.

Parmi les répercussions les plus importantes qu'il a eues, le rapport Wheatley a attiré l'attention sur les conséquences possibles pour les marchés financiers de l'élimination d'un indice de référence par suite de la disparition soudaine du marché sous-jacent sur lequel ce taux s'appuie. Les contrats basés sur des indices de référence contiennent habituellement des « clauses de réserve » qui procurent d'autres moyens de valoriser le contrat si l'indice de référence habituel n'est plus disponible. Dans la plupart des cas, les clauses de réserve visent à pallier l'indisponibilité temporaire d'un taux de référence (à la suite d'une interruption des activités, par exemple), mais pas la disparition complète de l'indice<sup>11</sup>.

3 Les membres du panel sont des acteurs du marché qui fournissent des cours pour un indice de référence fondé sur des sondages. L'administrateur sélectionne ces sociétés de façon que le taux de référence reflète un échantillon représentatif du marché.

4 Il s'agit des plus importants taux interbancaires de référence fondés sur des sondages à l'échelle internationale. Le LIBOR est le taux interbancaire offert à Londres, et le TIBOR, le taux interbancaire offert à Tokyo.

5 Plusieurs autres autorités, dont celles du Canada et de l'Union européenne, ont entrepris un examen de leurs indices de référence interbancaires, et ont émis des recommandations allant dans le même sens que celles du rapport Wheatley.

6 Le rapport Wheatley n'avait pas pour objet de faire enquête sur les accusations de manipulation ou de fraude, cette tâche revenant aux autorités de réglementation concernées.

7 Le nombre de monnaies pour lesquelles le LIBOR est publié est passé de dix à cinq et celui des durées, de quinze à sept.

8 Se reporter à l'annonce de juin 2013 sur les changements apportés au LIBOR : <http://www.bbaibor.com/news/announcement-of-Libor-changes> (en anglais seulement).

9 Cette mesure empêche également les répondants de recourir ou de faire référence aux taux du jour précédent offerts par d'autres banques pour établir leur réponse.

10 ICE a fait l'acquisition de NYSE Euronext, société qui devait au départ assumer le rôle d'administrateur du LIBOR. On peut consulter l'annonce de l'achat au <http://ir.theice.com/investors-and-media/press/press-releases/press-release-details/2013/IntercontinentalExchange-Completes-Acquisition-of-NYSE-Euronext/default.aspx> (en anglais seulement).

11 Ces clauses renvoient la plupart du temps à des moyens de reproduire le calcul de l'indice de référence de manière bilatérale en faisant appel à la participation d'un groupe plus limité de banques.

Dans la version définitive du rapport Wheatley, il est proposé que les acteurs du marché passent en revue leurs contrats standards pour s'assurer que ceux-ci comportent des dispositions de réserve adéquates dans l'éventualité où le LIBOR ne serait plus disponible; il s'agit d'une recommandation prudente pour tous les contrats fondés sur un indice de référence.

## Interventions des autorités à l'échelle mondiale

Les inquiétudes au sujet des indices financiers de référence s'accroissant, les autorités publiques partout dans le monde ont entrepris conjointement de déterminer la meilleure formule pour rendre ces indices moins vulnérables à la manipulation sans nuire aux marchés les utilisant comme référence (Tableau 1). La tâche s'est avérée ardue, puisque beaucoup de ces indices sont indissociables du fonctionnement du système financier<sup>12</sup>. Modifier ou remplacer ces taux n'est pas chose facile, en particulier à cause du grand nombre de contrats à longue échéance existants qui y font référence. Le fait de changer les caractéristiques économiques sous-jacentes d'un indice de référence en passant, par exemple, d'un taux interbancaire non garanti à un taux garanti par l'État nécessite une analyse complète et approfondie de l'incidence potentielle d'une telle mesure sur le système financier dans son ensemble. Si l'on considère souvent que les indices de référence fondés sur des opérations sont moins susceptibles d'être manipulés parce qu'ils reposent sur des opérations réelles plutôt que sur les résultats d'un sondage, on ne peut cependant pas toujours compter sur un marché suffisamment liquide pour soutenir un taux interbancaire de référence uniquement fondé sur les opérations. Des problèmes pourraient aussi se poser pour les taux fondés sur des opérations en périodes de tensions sur les marchés, les volumes d'opérations étant alors généralement inférieurs.

Au vu de ces préoccupations, deux grandes initiatives internationales ont été lancées pour résoudre les problèmes sous-jacents liés aux indices financiers de référence : les principes de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) régissant les indices de référence et l'Official Sector Steering Group du Conseil de stabilité financière (CSF).

## Principes de l'OICV

En juillet 2013, l'OICV, qui réunit des organismes de réglementation à l'échelle du globe, dont la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et l'Autorité des marchés financiers du Québec, a publié des principes

**Tableau 1 : Réforme des indices financiers de référence : interventions des autorités à l'échelle mondiale**

2012	
2 juill.	Début de l'examen du taux interbancaire offert à Londres (LIBOR) par M. Wheatley
1 <sup>er</sup> août	Début de l'examen du taux CDOR ( <i>Canadian Dollar Offered Rate</i> ) par l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM)
28 sept.	Publication du rapport Wheatley sur le LIBOR
1 <sup>er</sup> oct.	Début de l'examen du taux interbancaire offert en euros (EURIBOR) par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) et l'Autorité bancaire européenne (ABE)
2013	
10 janv.	Publication des résultats de l'examen de l'OCRCVM sur les pratiques de surveillance du taux CDOR
11 janv.	Publication du rapport de l'AEMF et de l'ABE sur l'EURIBOR
18 mars	Publication par la Banque des Règlements Internationaux (BRI) d'un rapport sur les pratiques relatives aux taux de référence (BRI, 2013)
17 juill.	Publication des principes de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) régissant les indices de référence
29 août	Annonce par le Conseil de stabilité financière (CSF) de la création de l'Official Sector Steering Group (OSSG) et du groupe des acteurs du marché
18 sept.	Publication par la Commission européenne d'une proposition finale de règles concernant les indices de référence
2014	
13 janv.	Annonce du Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) au sujet de son rôle de surveillance à l'égard du CDOR
Juin	Présentation du rapport de l'OSSG au CSF
2015	
Janv.	Échéance des évaluations de l'OICV

Source : Banque du Canada

régissant les indices de référence, qui forment un ensemble de pratiques exemplaires mondiales applicables à ces instruments. Ces principes ont été entérinés par le Groupe des Vingt (G20) et le CSF. Il est prévu que les membres de l'OICV revoient les processus relatifs aux principaux indices financiers de référence établis sur leur territoire en fonction des principes d'ici janvier 2015<sup>13</sup>.

Créés en consultation avec l'industrie, les principes de l'OICV favorisent grandement l'utilisation de données transactionnelles ou de cours exécutables, soit des données provenant d'opérations réelles sur le marché plutôt que d'opinions. Dans le cas des indices de référence fondés sur des sondages, les principes exigent que les répondants établissent une hiérarchie des différentes catégories de données qu'ils utilisent lorsqu'ils préparent leurs réponses. Par exemple, une

<sup>12</sup> Par exemple, un grand nombre de banques s'en servent comme taux de virement interne pour distribuer des fonds.

<sup>13</sup> L'Official Sector Steering Group du CSF a demandé à l'OICV d'effectuer d'ici juin 2014 un examen anticipé des indices financiers de référence les plus utilisés, à l'aune des principes de l'OICV (CSF, 2013).

**Tableau 2 : Fonctions définies par l'OICV à l'égard du processus d'établissement des indices de référence**

Entité	Fonction
<b>Propriétaire ou comité de surveillance</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ nomme l'administrateur, l'agent de calcul et l'agent de publication</li> <li>▪ s'assure que l'administrateur respecte les normes reconnues à l'échelle internationale</li> </ul>
<b>Administrateur</b>	<p>est responsable de tous les aspects du processus de détermination de l'indice de référence, notamment :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ création et détermination de l'indice</li> <li>▪ établissement de procédures crédibles et transparentes de gouvernance, de surveillance et de reddition de comptes</li> <li>▪ surveillance de la conformité par les répondants et les autres parties (c'est-à-dire l'agent de calcul et l'agent de publication, si l'administrateur n'assume pas ces fonctions)</li> </ul>
<b>Agent de calcul</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ vérifie s'il y a des erreurs dans les réponses</li> <li>▪ calcule l'indice de référence en fonction des réponses selon une méthode déterminée</li> </ul>
<b>Agent de publication</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ informe les abonnés ou le public de l'indice de référence</li> </ul>
<b>Répondants</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ déterminent les réponses et les transmettent à l'agent de calcul</li> <li>▪ respectent le code de conduite établi par l'administrateur (dans le cas des indices de référence fondés sur des sondages)</li> </ul>

Source : adaptation des principes de l'OICV régissant les indices de référence (OICV, 2013)

société qui détermine sa contribution à un taux interbancaire de référence pourrait tenir compte en premier lieu des opérations interbancaires du jour précédent, puis des autres opérations pertinentes et enfin d'autres facteurs économiques pertinents, selon le jugement expert du répondant.

Les principes énoncent également une série de fonctions clés se rattachant aux indices financiers de référence : administrateur de l'indice de référence, répondants, agent de calcul et agent de publication (Tableau 2), en plus de préciser les principales responsabilités des entités à qui elles sont confiées (OICV, 2013). Le cadre de gouvernance de l'OICV vise à éliminer les conflits d'intérêts auxquels sont exposées les sociétés à l'égard du processus d'établissement du taux de référence et à donner une plus grande transparence à la détermination de l'indice. Comme une approche uniforme est inenvisageable en raison du caractère hétérogène des indices financiers de référence, l'OICV encourage les organismes de réglementation et les acteurs du marché à prendre en compte les caractéristiques économiques des indices sous-jacents dans l'application des principes.

Les principes de l'OICV, qui forment un ensemble de normes mondiales minimales, n'ont pas force exécutoire, mais l'organisme invite néanmoins les pays à faire de

leur respect une obligation juridique lorsque cela est jugé nécessaire. Toutefois, même si un pays décide de ne pas recourir à une loi, ses marchés peuvent être touchés si d'autres pays le font. Par exemple, la Commission européenne examine à l'heure actuelle une proposition de règlement visant à interdire aux entités présentes sur le territoire de l'Union européenne de négocier des produits qui sont fondés sur des indices de référence non conformes aux principes de l'OICV (CE, 2013). Cette mesure pourrait avoir une incidence sur la liquidité des produits basés sur de tels indices et influencer directement sur les activités de négociation des sociétés financières ayant des établissements actifs sur le territoire de l'Union européenne.

### L'Official Sector Steering Group du CSF

En raison de l'importance systémique des principaux indices de référence interbancaires et de la possibilité de problèmes transfrontaliers, le G20 a demandé au CSF de s'assurer que les indices de référence font l'objet d'une évaluation uniforme d'un pays à l'autre et de favoriser une réforme coordonnée entre les autorités (CSF, 2013). Pour atteindre ces objectifs, le CSF a créé l'Official Sector Steering Group (OSSG), qui regroupe des organismes de réglementation et des banques centrales des pays dont les taux de référence interbancaires sont les plus utilisés. L'OSSG a notamment reçu le mandat d'évaluer les trois principaux indices financiers de référence à l'échelle mondiale (LIBOR, EURIBOR et TIBOR) à l'aune des principes de l'OICV, en portant une attention particulière à la gouvernance et aux processus servant à déterminer ces indices. L'OSSG présentera ses conclusions au CSF en juin 2014.

Le CSF a également demandé à l'OSSG de créer un groupe des acteurs du marché (GAM) formé de représentants de l'industrie et d'en guider les travaux<sup>14</sup>. Le GAM a reçu le mandat d'explorer des solutions robustes conformes aux principes de l'OICV à l'égard des taux d'intérêt de référence les plus couramment utilisés. En outre, le GAM s'est penché sur les problèmes soulevés par la transition de plusieurs billions de dollars de contrats existants vers ces nouveaux indices de référence, compte tenu notamment des répercussions que cela entraînerait sur les plans juridique et comptable.

### Interventions des autorités canadiennes

Même s'il n'y a eu aucune indication de manipulation des indices financiers de référence canadiens, les autorités canadiennes, de concert avec le secteur financier du pays, ont entrepris des démarches en vue d'améliorer le cadre de gouvernance de ces indices.

<sup>14</sup> La Banque du Canada est membre de l'OSSG, et le Canada est également représenté auprès du GAM.

Parmi ces mesures, notons les efforts en cours visant à réformer le CDOR et à en assurer la conformité aux principes de l'OICV. Contrairement à de nombreux taux de référence interbancaires dans le monde, le CDOR est un taux débiteur engagé (exécutable) qu'utilisent activement les grandes banques canadiennes pour établir leurs facilités de crédit liées aux acceptations bancaires. Les acceptations bancaires représentent, après les bons du Trésor, le deuxième segment en importance du marché monétaire canadien, avec un encours de l'ordre de 66 milliards de dollars canadiens. Un taux engagé réduit certaines des incitations à manipuler les taux que l'on a observées dans le cas d'autres indices de référence mondiaux, surtout du fait que les emprunteurs peuvent choisir le moment et l'échéance de leurs emprunts.

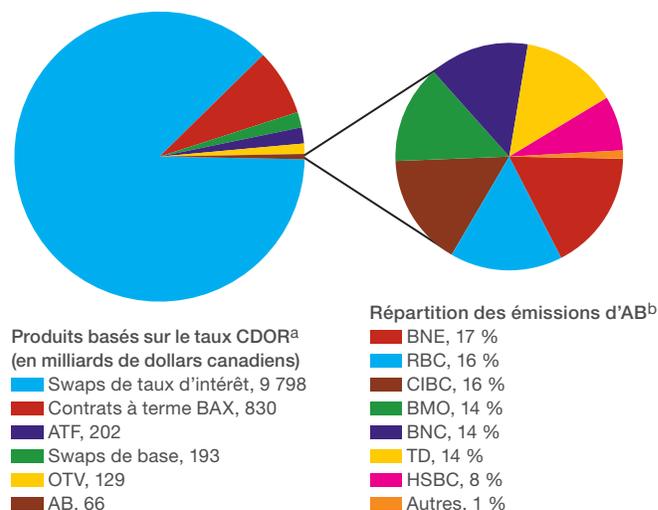
Néanmoins, comme le CDOR sert d'indice de référence pour des produits financiers dont la valeur dépasse les 10 billions de dollars canadiens, il n'est pas impossible qu'une certaine incitation à influencer le taux soumis en réponse soit présente. Il est donc indispensable que des contrôles internes robustes encadrent le processus suivi par les banques répondant au sondage CDOR.

L'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) a examiné les pratiques de surveillance du CDOR en 2012<sup>15</sup>. Contrairement au rapport Wheatley sur le LIBOR, l'examen a porté principalement sur la gouvernance des pratiques de surveillance entourant les réponses au sondage plutôt que sur l'ensemble du marché sous-jacent des acceptations bancaires (OCRCVM, 2013). Selon les conclusions de l'examen, les répondants au sondage avaient la même compréhension de base du taux CDOR, mais formulaient des hypothèses légèrement différentes quand il s'agissait de déterminer leurs réponses<sup>16</sup>. Tout en estimant que les pratiques de surveillance des répondants étaient adéquates dans l'ensemble, l'OCRCVM a recommandé des améliorations, notamment une documentation plus explicite concernant la méthode de calcul, la définition et la transparence du taux CDOR. L'organisme a proposé également des contrôles internes supplémentaires destinés à prévenir la possibilité de manipulation, ainsi que des critères documentés sur la participation au sondage. Depuis la publication de ce rapport, les autorités canadiennes collaborent avec l'OCRCVM et les banques membres

du panel CDOR pour répondre aux préoccupations de l'OCRCVM et s'assurer de la conformité de ce taux aux principes de l'OICV<sup>17</sup>.

Du fait que l'octroi de prêts basés sur les acceptations bancaires constitue une activité bancaire, toutes les réponses au sondage CDOR proviennent maintenant du secteur bancaire plutôt que de celui des activités de courtage de l'institution participant au sondage. Dans cette optique, le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) a été chargé de surveiller l'efficacité des mécanismes de gouvernance et de contrôle des risques inhérents au processus par lequel les banques répondent au sondage CDOR (BSIF, 2014). En outre, dans son dernier budget, le gouvernement fédéral a annoncé son intention d'inclure dans la *Loi sur les banques* un pouvoir de réglementation s'appliquant aux banques relativement aux données qu'elles fournissent à l'égard des indices de référence. Le nombre de banques répondant au sondage a été réduit à sept, tous les membres restants du panel

Graphique 1 : Instruments basés sur le taux CDOR



a. Sources des données : encours des contrats à terme sur acceptations bancaires (BAX) : Bourse de Montréal au 20 mars 2014; encours des swaps de base : Depository Trust and Clearing Corporation au 7 avril 2014; encours des accords de taux futurs (ATF) : Banque des Règlements Internationaux (BRI) au 30 juin 2013; encours des obligations à taux variable (OTV) : Bloomberg au 20 mars 2014; encours des swaps de taux d'intérêt : BRI au 30 juin 2013. Aucun ajustement n'a été fait pour tenir compte des données comptées en double.

b. Source des données sur l'émission des acceptations bancaires (AB) concernant la Banque de Montréal (BMO), la Banque de Nouvelle-Écosse (BNE), la Banque canadienne impériale de commerce (CIBC), la Banque HSBC Canada (HSBC), la Banque Nationale du Canada (BNC), la Banque Royale du Canada (RBC) et la Banque Toronto-Dominion (TD) : Bureau du surintendant des institutions financières au 31 janvier 2014.

Source : Banque du Canada

<sup>15</sup> La Banque du Canada a participé en tant qu'observateur.

<sup>16</sup> Cette situation s'explique du fait que la réponse de chaque banque dépend de la façon dont celle-ci se finance elle-même, et tient par conséquent compte de certains facteurs jugés pertinents au regard de la stratégie de financement de l'institution.

<sup>17</sup> Ces travaux sont menés par l'entremise des dirigeants d'organismes de réglementation canadiens, un groupe de coordination du secteur public qui examine des questions liées aux marchés de capitaux canadiens. En font partie l'Autorité des marchés financiers, la Banque du Canada, le Bureau du surintendant des institutions financières, les commissions des valeurs mobilières de l'Alberta, de la Colombie-Britannique et de l'Ontario, ainsi que le ministère des Finances.

agissant désormais à la fois à titre d'émetteurs et de teneurs de marché actifs pour les acceptations bancaires en dollars canadiens. Si la taille du panel est petite par rapport à ce que l'on observe pour d'autres taux interbancaires de référence internationaux, il convient de souligner que les sept membres du panel CDOR émettent des acceptations bancaires quotidiennement et que celles-ci représentent près de 99 % de l'encours de ce type d'instrument (Graphique 1).

Les membres du panel CDOR ont également travaillé de concert avec l'OCRCVM et la Banque du Canada pour établir et publier un code de conduite à l'égard du CDOR, qui énonce les responsabilités des banques prenant part au sondage et des normes minimales en matière de contrôles internes, ainsi que la méthode de calcul du taux soumis en réponse<sup>18</sup>. Les banques membres du panel ont par ailleurs commencé à définir un rôle d'administrateur respectant les principes de l'OICV<sup>19</sup>. Un administrateur devrait être officiellement nommé d'ici la fin de 2014. Le BSIF a également publié

récemment un projet de ligne directrice sur la gouvernance et les contrôles internes entourant le processus de participation au sondage CDOR<sup>20</sup>. Ces mesures, dont la mise en œuvre n'est pas encore achevée, représentent un pas important vers la conformité du taux de référence CDOR aux exigences de l'OICV et la résolution des faiblesses décrites dans l'examen de l'OCRCVM.

## Conclusion

Les autorités publiques partout dans le monde préparent et mettent en œuvre leurs interventions face aux allégations de manipulation qui ont été formulées à propos de nombreux indices financiers de référence. Par ces efforts, elles visent à rendre les indices de référence robustes sans en compromettre la fonction économique, tout en tenant compte également des questions complexes que peut soulever la transition vers des indices de rechange. Le Canada ne fait pas exception et nos autorités publiques collaborent étroitement avec l'industrie pour veiller à ce que nos indices financiers de référence soient robustes et respectent les normes internationales.

<sup>18</sup> On peut consulter le code de conduite à l'adresse <http://docs.iiroc.ca/DisplayDocument.aspx?DocumentID=D2D9A8334FA6414AA79CD1FC3C252966&Language=fr>.

<sup>19</sup> L'Association des banquiers canadiens a publié un appel d'offres en vue de la sélection d'un administrateur des indices CDOR et CORRA. On peut consulter le texte de l'appel d'offres à l'adresse <http://www.cba.ca/fr/component/content/category/93-cdor--corra-administrator-tender-notice>.

<sup>20</sup> On peut consulter le projet de ligne directrice du BSIF à l'adresse [http://www.osfi-bsif.gc.ca/Fra/fi-if/rg-ro/gdn-ort/gi-ld/Pages/e20\\_let.aspx](http://www.osfi-bsif.gc.ca/Fra/fi-if/rg-ro/gdn-ort/gi-ld/Pages/e20_let.aspx).

## Bibliographie

- Banque des Règlements Internationaux (BRI) (2013). *Towards Better Reference Rate Practices: A Central Bank Perspective*, 18 mars.
- Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) (2014). *Surveillance du processus de réponse aux sondages CDOR*, 13 janvier.
- Commission européenne (CE) (2013). *Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant les indices utilisés comme indices de référence dans le cadre d'instruments et de contrats financiers*, septembre.
- Conseil de stabilité financière (CSF) (2013). *Progress Report on the Oversight and Governance Framework for Financial Benchmark Reform*, rapport destiné aux ministres des Finances et aux gouverneurs de banque centrale des pays du G20, août.
- HM Treasury (2012). *The Wheatley Review of LIBOR: Final Report*, septembre.
- Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) (2013). *Principles for Financial Benchmarks: Final Report*, juillet.
- Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) (2013). *Examen par l'OCRCVM des pratiques de surveillance du taux CDOR*, janvier.
- Vaughan, L., G. Finch et B. Ivry (2013). *Secret Currency Traders' Club Devised Biggest Market's Rates*, Bloomberg, 19 décembre.