

Document de consultation – Méthode de calcul du taux CORRA composé à terme échu et clauses de repli pour les obligations à taux variable fondées sur le taux CDOR

Résumé

- En mars 2018, le Forum canadien des titres à revenu fixe a mis sur pied le [Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien](#) (le Groupe de travail) pour examiner et améliorer le taux de référence à un jour sans risque actuellement utilisé au Canada. Par la suite, un sous-groupe a été mis sur pied pour préparer le marché canadien en vue de la transition à un taux de rechange au taux CDOR (Canadian Dollar Offered Rate) et un chantier a été entrepris pour la rédaction de clauses de repli robustes visant les produits du marché au comptant fondés sur le taux CDOR. Ces clauses décrivent ce qu'il advient des contrats et instruments financiers dans l'éventualité où le taux de référence sur lequel ils sont fondés cesse d'être publié.
- Le présent document consultatif porte sur les recommandations du Groupe de travail en ce qui concerne a) la méthode de calcul du taux CORRA¹ composé à terme échu à utiliser pour les obligations à taux variable et d'autres produits financiers canadiens pertinents fondés sur le taux CORRA et b) les clauses de repli provisoires pour les obligations à taux variable fondées sur le taux CDOR.
 - **Méthode de calcul du taux CORRA composé à terme échu** : Selon cette méthode, on calcule les intérêts à verser sur une période donnée en se fondant sur un taux d'intérêt quotidien, comme le CORRA, composé sur cette période². Un indice et des moyennes pour différentes périodes (1 mois, 3 mois, etc.) seraient mis à la disposition des participants au marché pour les aider à calculer les intérêts et le montant des versements pour les instruments fondés sur ce taux. Le Groupe de travail préconise l'utilisation de cette méthode pour les produits financiers tels que les obligations à taux variable. L'indice et les moyennes proposés sont semblables à ceux développés par d'autres autorités monétaires, dont celles du [Royaume-Uni](#) et des [États-Unis](#), l'utilisation d'une méthode de calcul transparente et fiable pouvant soutenir la liquidité du

¹ Le taux CORRA est le taux des opérations de pension à un jour canadien.

² Un taux composé à terme échu s'oppose à un taux prospectif, comme le taux CDOR. Celui-ci étant déterminé au début de la période d'intérêt, les versements sont connus à l'avance.

marché. Les entreprises sont néanmoins libres de recourir à une autre méthode si elles le désirent.

- **Clauses de repli provisoires pour les obligations à taux variable fondées sur le taux CDOR** : Ces clauses de repli, fournies à l'annexe 1, visent à favoriser l'établissement d'une convention de marché, bien que les entreprises soient libres de modifier les clauses proposées ou d'en rédiger d'autres elles-mêmes. Elles pourraient être ajoutées sur une base volontaire dans les documents des nouvelles émissions d'obligations à taux variable. Pour les intégrer à des contrats existants, les entreprises auraient à s'entendre avec les parties contractantes.
- L'un des taux de rechange proposés dans les clauses de repli pour les obligations à taux variable fondées sur le taux CDOR est le taux CORRA composé à terme échu.
- Les clauses de repli proposées seraient applicables si le taux CDOR était complètement abandonné comme taux de référence. Bien que cette éventualité ne soit pas envisagée dans l'immédiat, le déroulement de la transition à de nouveaux taux de référence ailleurs dans le monde indique qu'il vaut mieux s'y préparer tôt. La transition impossible, faute de clauses de repli robustes, pour certains contrats fondés sur le LIBOR arrivant à échéance après l'abandon prévu de ce taux en est un bon exemple.

Objectifs de la consultation

La consultation vise à recueillir des points de vue sur la méthode de calcul proposée pour le taux CORRA composé à terme échu et les clauses de repli provisoires pour les obligations à taux variable. Le public ciblé est constitué des entreprises qui utilisent des instruments financiers fondés sur le taux CORRA ou le taux CDOR et, plus particulièrement, de celles qui émettent ou détiennent des obligations à taux variable fondées sur le taux CDOR.

Le document de consultation décrit les recommandations du Groupe de travail en ce qui concerne a) la méthode de calcul du taux CORRA composé à terme échu à utiliser pour les produits financiers canadiens fondés sur le taux CORRA et b) les clauses de repli provisoires pour les obligations à taux variable fondées sur le taux CDOR. Des commentaires tant généraux que particuliers sur ces deux points, y compris l'ordre de priorité des taux, sont attendus. À la suite de la consultation, le Groupe de travail réévaluera la méthode de calcul et les clauses de repli proposées, et y apportera des modifications en fonction des avis recueillis. Les clauses de repli proposées dans le présent document ne visent aucun instrument du marché au comptant autre que les obligations à taux variable.

Instructions

Veillez soumettre vos réponses aux questions de consultation ci-dessous ainsi que tout autre commentaire à CARR-TARCOTM-Consultation@bank-banque-canada.ca d'ici le 22 décembre 2020. Au besoin, consultez le [modèle de réponse aux questions](#). Un résumé des réponses sera rendu public.

Contexte

Situation dans le monde

Le fonctionnement du système financier mondial repose, entre autres, sur les taux d'intérêt de référence. Ceux-ci sont utilisés par les participants au marché pour établir les taux d'un grand nombre d'instruments et de contrats financiers. Par conséquent, l'efficacité de ces taux de référence et la confiance à leur égard sont essentielles pour maintenir le bon fonctionnement, la stabilité et le caractère équitable du système financier mondial.

En 2012, les vulnérabilités de plusieurs taux interbancaires offerts (TIO) fondés sur des sondages ont été révélées. À la demande des pays du G20, le Conseil de stabilité financière mit sur pied en 2013 l'Official Sector Steering Group, et le chargea de formuler des recommandations visant 1) à renforcer les TIO existants et 2) à favoriser l'élaboration de taux sans risque complémentaires qui serviraient de référence, particulièrement pour les contrats sur produits dérivés. Les efforts portaient principalement sur les trois taux d'intérêt de référence mondiaux les plus utilisés : le LIBOR, le TIBOR et l'EURIBOR.

En juillet 2017, la Financial Conduct Authority (FCA) du Royaume-Uni a annoncé qu'elle n'imposerait plus au panel de banques déclarantes de contribuer à la fixation du LIBOR au-delà de 2021. La FCA s'attend ainsi à ce que ces dernières commencent déjà à quitter le panel et à ce que le LIBOR cesse d'être publié quelque temps après 2021. Cette annonce a suscité une mobilisation mondiale visant la mise en place de taux sans risque robustes pour veiller 1) à ce que les participants au marché disposent d'un taux de référence complémentaire approprié en fonction duquel évaluer les nouveaux contrats et 2) à ce qu'existent des taux de référence de rechange appropriés pour évaluer les contrats existants liés au LIBOR. En avril 2020, la FCA a [réitéré](#) que malgré le report de certaines dates en raison de la COVID-19, le LIBOR devrait tout de même cesser d'être publié après 2021. En novembre 2020, l'administrateur du LIBOR, la ICE Benchmark Administration, a [lancé](#) une consultation sur son intention de cesser de publier le LIBOR pour la livre, l'euro, le franc suisse et le yen à la fin de 2021. La FCA mène aussi une [consultation](#) connexe portant sur certains nouveaux pouvoirs proposés en lien avec les taux de référence qu'elle juge essentiels.

Situation au Canada

Le Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien (le Groupe de travail) a été mis sur pied par le Forum canadien des titres à revenu fixe en mars 2018. Il se consacre à encourager l'utilisation du taux CORRA comme taux d'intérêt de référence clé au Canada. Par la suite, un sous-groupe a été mis sur pied pour préparer le marché canadien en vue de la transition au taux CORRA et rédiger des clauses de repli robustes visant les produits du marché au comptant fondés sur le taux CDOR. Le Groupe de travail (et ses sous-groupes) est composé de participants au marché représentant des sociétés côté acheteur, des sociétés côté vendeur et des juristes. Il est coprésidé par un haut dirigeant de la Banque du Canada et un autre de la CIBC.

Alors que des efforts sont déployés à l'échelle mondiale pour favoriser la transition vers des taux de référence à un jour sans risque, le Groupe de travail a adopté une approche quelque peu différente de celle de ses pairs, car il ne se prépare pas à l'abandon imminent du taux CDOR³.

L'abandon du LIBOR n'ayant pas été anticipé, un grand nombre de contrats et d'instruments financiers existants fondés sur ce taux ne contiennent pas de clauses de repli adéquates. Leur renégociation est longue et coûteuse, et risque de ne pas être terminée avant la disparition du LIBOR. En rédigeant des clauses de repli dès maintenant, le Groupe de travail compte parer à une situation similaire au Canada, si le taux CDOR devait cesser d'être publié à un moment donné.

Survol des différences entre les taux CDOR et CORRA

Le taux CORRA sert de mesure du coût du financement à un jour en dollars canadiens sur le marché général des pensions pour les opérations garanties au moyen de bons du Trésor et d'obligations du gouvernement du Canada⁴. Il est calculé à partir des données sur les opérations de pension fournies à la Banque du Canada, qui en est devenu l'administrateur le 15 juin 2020. Comme ces opérations ont une échéance d'un jour (autrement dit, à très court terme) et sont garanties au moyen de bons et d'obligations d'État (risque de crédit nul), le taux CORRA est considéré comme un taux sans risque. En fait, en juillet 2018, le Groupe de travail a déterminé que le taux CORRA satisfaisait le mieux aux [critères](#) qu'il avait définis pour un taux sans risque canadien.

Le taux CDOR est une mesure du taux auquel les banques canadiennes sont disposées à prêter des fonds aux clients avec qui elles ont conclu des conventions de prêt par voie d'acceptations bancaires sur le marché primaire. Cette mesure est fondée sur les taux déclarés par six banques canadiennes dans un sondage quotidien mené par Refinitiv⁵, l'administrateur du taux CDOR. Compte tenu de sa nature, ce taux reflète en partie le coût auquel les banques sont en mesure de financer les prêts (autrement dit, il donne une idée du risque de crédit des banques). Puisqu'il est actuellement calculé pour les prêts à 1, 2, 3, 6 et 12 mois, le taux CDOR est aussi un indicateur du risque lié à l'échéance.

En résumé, le taux CORRA est un taux à un jour sans risque fondé sur des transactions et le taux CDOR, un taux à terme fondé sur des sondages qui reflète le risque de crédit des banques. Le taux CDOR est donc susceptible d'être plus élevé que le taux CORRA, surtout en période de tensions financières. Ce point est important, car il signifie que des ajustements devront être faits pour tenir compte du risque lié à l'échéance et du risque de crédit dans la transition du taux CDOR au taux CORRA.

³ Refinitiv, l'administrateur du taux CDOR, a [annoncé](#) que le calcul et la publication de ce taux pour les échéances de 6 et de 12 mois cesseront le 17 mai 2021 (voir aussi la [directive](#) de l'ISDA à ce sujet).

⁴ Le calcul du taux CORRA est basé sur la médiane quotidienne tronquée et pondérée en fonction du volume (médiane tronquée) des opérations de pension admissibles (opérations dont les parties contractantes ne sont pas affiliées, qu'elles soient entre courtiers, entre banques ou entre courtier et client). De plus amples renseignements sur la méthode de calcul et la gouvernance du taux CORRA se trouvent dans le [site Web de la Banque](#).

⁵ Pour des précisions sur la méthode de calcul et la gouvernance du taux CDOR, consultez le [site Web de Refinitiv](#).

Uniformité des clauses de repli dans les contrats et instruments

Le Groupe de travail espère notamment que les clauses de repli proposées favoriseront l'uniformité dans la documentation de toutes les catégories d'actifs. Les entreprises sont souvent exposées aux risques du taux CDOR à travers différents instruments financiers. Par exemple, une entreprise peut détenir un prêt fondé sur le taux CDOR dont elle a couvert le risque en en fixant le taux au moyen d'un produit dérivé. Si les clauses de repli de ces instruments ne sont pas les mêmes, ceux-ci pourraient ne plus être en harmonie advenant l'abandon du taux CDOR comme taux de référence. L'entreprise serait ainsi exposée à des risques inattendus ou difficiles à bien gérer. L'uniformité des clauses de repli peut également s'avérer plus efficace, puisqu'elle permet aux intermédiaires financiers de mieux couvrir leurs expositions.

Compte tenu des mérites de l'uniformité, le Groupe de travail cherche à établir des clauses de repli similaires pour tous les produits dérivés et au comptant. Il a d'ailleurs fourni ses commentaires à l'ISDA, qui a récemment publié de telles [clauses](#) pour le marché des dérivés, et s'est inspiré des démarches de l'organisation pour rédiger les clauses faisant l'objet de la présente consultation.

Enfin, le Groupe de travail a conscience que, malgré les avantages de l'uniformité, certains participants au marché pourraient avoir intérêt à adapter les clauses de repli en fonction de leurs besoins particuliers. Ces clauses ne sont qu'un modèle proposé et les participants au marché ne sont aucunement tenus de les utiliser.

Survol de la méthode de calcul proposée pour le taux CORRA composé à terme échu

Le taux CORRA est déterminé chaque jour ouvrable en fonction des transactions exécutées le jour même. Cependant, il est publié le jour ouvrable suivant. Pour les instruments financiers comme les prêts et les obligations, dont les intérêts sont calculés à plus d'un jour, les valeurs quotidiennes du taux CORRA sont composées. On obtient ainsi un « taux composé à terme échu ».

Si les parties à un contrat ne font pas toutes les mêmes hypothèses mathématiques dans leur calcul, elles arriveront à des montants de versement différents. Pour assurer l'uniformité d'un instrument à l'autre, le Groupe de travail recommande donc l'utilisation de la méthode de calcul qu'elle a élaborée pour le taux CORRA composé à terme échu. Également pour favoriser l'uniformité, diverses autorités dans le monde ont commencé à publier des moyennes historiques pour diverses échéances (1 mois, 3 mois, etc.). Elles publient également un indice, qui facilite le calcul des intérêts pour une période donnée.

Les définitions proposées suivent la [méthode](#) de l'ISDA pour calculer un taux composé à partir de plusieurs taux à un jour dans les contrats de swap. De plus, elles concordent généralement avec les méthodes de calcul de la Bourse de Montréal et d'autres autorités monétaires, notamment celles des États-Unis et du Royaume-Uni.

Les moyennes proposées seraient publiées à cinq décimales près (0,00000 %) et l'indice, à huit décimales près (0,00000000 %). Les moyennes et l'indice seraient affichés dans le site Web de la Banque du Canada, à la même page que le taux CORRA, et seraient assujettis aux mêmes politiques de révision.

Méthode de calcul de taux composés

Les moyennes et l'indice seraient fondés sur le taux CORRA composé quotidiennement. Les intérêts seraient composés seulement les jours ouvrables, c'est-à-dire les jours où les banques de l'annexe I de la *Loi sur les banques* sont ouvertes à Toronto, en Ontario (Canada) – soit les jours où le taux CORRA est publié – sur la base d'une année de 365 jours. En ce qui concerne les fins de semaine et jours fériés, le taux CORRA publié le jour ouvrable suivant serait appliqué. Autrement dit, la valeur publiée le lundi (qui est fonction des transactions du vendredi) serait valable pour le vendredi, le samedi et le dimanche qui précèdent, ce qui concorde avec le fonctionnement des marchés de pensions. Voir la section *Exemples* pour plus d'explications sur ce calcul.

Moyennes du taux CORRA composé

Le Groupe de travail propose que soient publiées jusqu'à trois moyennes du taux CORRA composé, calculées pour chacune des échéances suivantes : 1 mois, 2 mois et 3 mois. Ces échéances sont les mêmes que pour le taux CDOR⁶.

La date de début de la période servant au calcul d'une moyenne du taux CORRA composé serait déterminée exactement 1, 2 ou 3 mois avant la date de publication de la moyenne en question. Par exemple, la moyenne à 1 mois publiée le 1^{er} septembre serait calculée à partir du 1^{er} août. Si la date de début devait ne pas être un jour ouvrable, on calculerait au prorata le taux applicable pour les jours entre le jour ouvrable précédent et le premier jour ouvrable de la période. Si la date de début devait ne pas correspondre à un jour civil (p. ex., le 31 septembre), elle serait déplacée au dernier jour civil du mois (p. ex., le 30 septembre).

Ces moyennes seraient publiées en même temps ou un peu plus tard que le taux CORRA, et seraient calculées selon la formule suivante :

$$\text{Moyenne du taux CORRA composé} = \left(\prod_{i=1}^{d_b} \left(1 + \frac{\text{CORRA}_i \times n_i}{365} \right) - 1 \right) \times \frac{365}{d_c},$$

où :

- CORRA_i = taux CORRA pour le jour ouvrable i , publié le jour ouvrable suivant ($i+1$)
- n_i = nombre de jours civils pour lequel le taux CORRA_i est composé
- d_c = nombre de jours civils compris dans la période de calcul
- d_b = nombre de jours ouvrables compris dans la période de calcul
- i = série de nombres ordinaux entre 1 et le nombre de jours ouvrables compris dans la période de calcul

⁶ Voir la note 3.

Indice du taux CORRA composé

L'indice du taux CORRA composé serait utilisé par les entreprises pour calculer le taux CORRA composé entre deux dates données (l'utilité étant de calculer des moyennes pour des échéances autres que les trois de base). Il servirait de mesure de l'incidence cumulative des valeurs du taux CORRA composé au fil du temps, partant d'une valeur de référence de 1 le premier jour de la série, le 12 juin 2020. Chaque jour, l'indice du taux CORRA composé serait déterminé selon le calcul suivant :

$$\text{Indice du taux CORRA composé}_i = \text{Indice du taux CORRA composé}_{i-1} \times \left(1 + \frac{\text{CORRA}_{i-1} \times d_{n,i-1}}{365} \right),$$

où :

- Indice du taux CORRA composé_i = indice du taux CORRA composé le jour i
- CORRA_{i-1} = taux CORRA du jour ouvrable i-1, publié le jour ouvrable i
- d_{n,i-1} = nombre de jours civils pour lequel le taux CORRA_{i-1} est composé
- i = série de nombre ordinaux depuis la date de référence

Si un contrat a cumulé des intérêts entre deux dates (x et y), les parties contractantes pourraient utiliser la formule suivante afin d'obtenir le taux global composé pour cette période :

$$\left(\frac{\text{Indice du taux CORRA composé}_y}{\text{Indice du taux CORRA composé}_x} - 1 \right) \times \left(\frac{365}{d} \right),$$

où :

- Indice du taux CORRA composé_x = indice du taux CORRA composé à la date de début de la période de calcul
- Indice du taux CORRA composé_y = indice du taux CORRA composé à la date de fin de la période de calcul
- d = nombre de jours civils compris dans la période de calcul

Exemples

Voici un exemple pratique de la méthode de calcul des taux composés :

Date de publication du taux CORRA et d'établissement des moyennes et de l'indice	Date de la valeur correspondante du taux CORRA	Taux CORRA	Nombre de jours civils	Méthode de calcul des taux composés
Lundi 9 sept. 2019	Vendredi 6 sept. 2019	S. O.	S. O.	1
Mardi 10 sept. 2019	Lundi 9 sept. 2019	a	1	(1) (1 + (a x 1 / 365))
Mercredi 11 sept. 2019	Mardi 10 sept. 2019	b	1	(1) (1 + (a x 1 / 365)) (1 + (b x 1 / 365))
Jeudi 12 sept. 2019	Mercredi 11 sept. 2019	c	1	(1) (1 + (a x 1 / 365)) (1 + (b x 1 / 365)) (1 + (c x 1 / 365))
Vendredi 13 sept. 2019	Jeudi 12 sept. 2019	d	1	(1) (1 + (a x 1 / 365)) (1 + (b x 1 / 365)) (1 + (c x 1 / 365)) (1 + (d x 1 / 365))
Lundi 16 sept. 2019	Vendredi 13 sept. 2019	e	3	(1) (1 + (a x 1 / 365)) (1 + (b x 1 / 365)) (1 + (c x 1 / 365)) (1 + (d x 1 / 365)) (1 + (e x 3 / 365))

Voici deux exemples où l'indice du taux CORRA composé est utilisé afin de calculer le taux CORRA composé pour une période donnée :

Date de début	Indice du taux CORRA composé	Date de fin	Indice du taux CORRA composé	Taux CORRA composé pour la période
12 août 2019	1,03743470	3 sept. 2019	1,03852950	$\left(\frac{1,03852950}{1,03743470} - 1\right) \times \left(\frac{365}{22}\right) = 1,75084 \%$
25 juin 2019	1,03504692	10 déc. 2019	1,04341899	$\left(\frac{1,04341899}{1,03504692} - 1\right) \times \left(\frac{365}{168}\right) = 1,75734 \%$

Nota : Les valeurs de l'indice du taux CORRA composé sont fictives.

Question 1 : Êtes-vous d'accord avec les méthodes de calcul proposées pour les moyennes et l'indice du taux CORRA composé, y compris avec le nombre de décimales et les échéances choisies pour les moyennes?

Question 2 : Trouveriez-vous la publication des moyennes du taux CORRA composé utile ou croyez-vous que celle de l'indice pourrait suffire, étant donné sa flexibilité et sa

précision? Si vous la trouvez utile, êtes-vous d'avis que les trois échéances devraient être publiées ou que certaines sont plus utiles que d'autres?

Question 3 : Quels changements proposeriez-vous pour rendre les moyennes ou l'indice plus utiles, le cas échéant?

Survol des clauses de repli proposées pour les obligations à taux variable

Champ d'application

Les clauses de repli que propose le Groupe de travail ont été rédigées pour les obligations à taux variable fondées sur le taux CDOR. Il est suggéré de les ajouter dans la documentation des nouvelles émissions et, sous réserve de négociations avec les parties contractantes, dans celle d'obligations existantes.

Événement déclencheur

Les clauses de repli proposées prendraient effet dans l'une ou l'autre des deux éventualités suivantes : le taux CDOR est abandonné à la suite d'une déclaration publique à cet effet ou il cesse d'être publié pour une période prolongée. Ces éventualités sont désignées par le terme « événement déclencheur ». Toute perturbation touchant la publication du taux CDOR qui ne correspond pas parfaitement à l'un ou l'autre de ces événements n'entraînerait pas la prise d'effet des clauses de repli.

1) Abandon à la suite d'une déclaration publique

Dans ce cas, l'administrateur ferait une déclaration publique ou publierait un document indiquant qu'il a cessé ou cessera définitivement de fournir le taux CDOR, et aucun autre administrateur ne pourrait alors prendre la relève.

2) Abandon découlant d'un manquement à publier le taux

Dans ce cas, les clauses de repli prendraient effet si a) l'administrateur du taux de référence manquait de publier le taux CDOR pour une période de cinq jours ouvrables consécutifs pour une raison autre qu'une interruption temporaire de quelque nature que ce soit, déclarée par lui-même ou l'organisme de surveillance dont il relève et b) il était impossible de déterminer le taux de référence en question par l'interpolation de deux échéances du taux. Les clauses de repli prendraient également effet si l'administrateur publiait le taux de référence de la journée précédente pour une période de cinq jours ouvrables consécutifs du fait qu'il n'aurait pas reçu les soumissions ou autres contributions habituelles des institutions financières participantes.

3) Autres événements déclencheurs potentiels

Les deux événements déclencheurs décrits précédemment sont les seuls figurant dans les clauses de repli provisoires. Le Groupe de travail a étudié la possibilité d'inclure d'autres événements déclencheurs susceptibles de survenir avant l'abandon du taux CDOR, mais a finalement rejeté cette option, contrairement à d'autres groupes de travail ailleurs dans le monde qui ont pris la décision inverse. Il a en effet jugé que ces autres événements déclencheurs potentiels ne convenaient pas au contexte canadien.

Question 4 : Êtes-vous d'accord avec les deux événements déclencheurs proposés? Y a-t-il d'autres critères qui devraient y être ajoutés?

Question 5 : Êtes-vous d'accord de ne pas inclure, dans les clauses de repli proposées, d'événements déclencheurs susceptibles de survenir avant l'abandon du taux CDOR? Veuillez expliquer votre réponse.

Taux de référence de rechange

Si les clauses de repli prenaient effet, les mentions du taux CDOR dans les contrats où elles figurent seraient remplacées par la mention d'un autre taux de référence, déterminé selon l'ordre de priorité des taux de rechange potentiels.

Cet ordre de priorité est établi en fonction du degré de similitude sur le plan financier entre le taux CDOR et les taux de rechange. Autrement dit, les taux de rechange dont les risques équivalent le mieux à ceux du taux CDOR occupent les premiers rangs. Comme aucun taux n'est identique au taux CDOR, le calcul des taux de rechange prévoit un « écart de rajustement » pour tenir compte des différences financières entre ces derniers et le taux CDOR. Décrit à la section suivante, cet écart constant ne rendrait pas compte des évolutions dynamiques (c'est-à-dire qu'il serait déterminé au moment où les clauses de repli prendraient effet et resterait le même par la suite, même si la prime de risque de crédit ou de risque lié à l'échéance de l'instrument en question changeait considérablement). L'ordre de priorité est donc établi de façon à favoriser le taux qui réduit le plus l'incidence financière pour les parties contractantes.

Ordre de priorité proposé des taux de référence de rechange	
1	Le taux déterminé par un comité officiellement appuyé ou mis sur pied par la Banque du Canada, majoré de l'écart de rajustement
2	Le taux CORRA à terme, majoré de l'écart de rajustement
3	Le taux CAD-CORRA-OIS-COMPOUND, tel que défini dans le livret de définitions de l'ISDA, majoré de l'écart de rajustement
4	Le taux directeur de la Banque du Canada, composé quotidiennement et calculé à terme échu, majoré de l'écart de rajustement

Au premier rang se trouve le taux déterminé par un comité officiellement appuyé ou mis sur pied par la Banque du Canada, majoré d'un écart de rajustement. Le Groupe de travail privilégie cette option, vu l'évolution des taux de référence au Canada et dans le monde. En effet, l'abandon désormais prévu du LIBOR était impensable jusqu'à récemment, et les autres taux de référence ne sont pas à l'abri d'un tel destin. D'autres taux pourraient aussi être créés, et ceux-ci pourraient être de meilleurs candidats pour remplacer le taux CDOR. De telles évolutions ne peuvent pas être anticipées, mais on peut y faire face en confiant la détermination du taux à un mécanisme flexible comme un comité appuyé ou mis sur pied par la Banque du Canada. L'écart de rajustement étant constant, il permettrait d'éviter qu'une partie au contrat soit avantagée par le passage au taux de rechange. Cet écart pourrait être positif, négatif ou nul, selon le taux retenu par le comité.

Si aucun taux de rechange n'est choisi à l'unanimité par les membres de ce comité ou si aucun comité n'est appuyé ou mis sur pied par la Banque du Canada, on passe au deuxième taux : le taux CORRA à terme, majoré de l'écart de rajustement. Pour l'instant, le taux CORRA à terme n'existe pas et aucune entité publique ou privée ne s'est engagée à fournir un tel taux. Cependant, s'il venait à être élaboré, il pourrait rendre compte du taux sans risque (qui correspond au coût des prêts garantis à un jour) et d'une partie de la prime de risque lié à l'échéance. Un écart de rajustement constant y serait ajouté pour le rajuster en fonction d'autres facteurs financiers, dont le risque de crédit.

Si le taux CORRA à terme n'a pas été élaboré, on passe au troisième taux : le taux CAD-CORRA-OIS-COMPOUND, tel que défini dans le livret de définitions de l'ISDA, majoré de l'écart de rajustement. Ce taux correspond au taux CORRA composé à terme échu conformément aux conventions de l'ISDA, notamment en ce qui concerne le calcul des jours. Le taux CORRA ne rend compte que du taux sans risque du marché.

Enfin, si le taux CAD-CORRA-OIS-COMPOUND n'est pas offert, on passe à la dernière option : le taux directeur de la Banque du Canada, composé quotidiennement, calculé à terme échu et majoré de l'écart de rajustement. Étant donné que la Banque du Canada ne change pas souvent son taux directeur et que l'écart de rajustement est constant, le taux de référence de rechange ainsi obtenu serait relativement constant.

Question 6 : Êtes-vous d'accord avec les taux de rechange proposés? Que changeriez-vous, le cas échéant?

Question 7 : Êtes-vous d'accord avec l'ordre de priorité proposé? Que changeriez-vous, le cas échéant?

Question 8 : Y a-t-il d'autres taux qui devraient être ajoutés à ceux envisagés? Veuillez préciser pourquoi on devrait les inclure et quel serait l'ordre de priorité à la suite de leur ajout.

Écart de rajustement du taux de référence de rechange

Cet écart de rajustement constant serait ajouté à un taux de rechange pour atténuer les différences entre celui-ci et le taux CDOR. Son calcul découle des différences historiques entre les deux taux. Dans les clauses de repli, on propose de procéder selon un ordre de priorité.

	Ordre de priorité proposé des écarts de rajustement du taux de référence de rechange
1	L'écart de rajustement déterminé par un comité appuyé ou mis sur pied par la Banque du Canada
2	L'écart de rajustement de taux proposé par l'ISDA

Le premier écart de rajustement à envisager est celui qui serait déterminé par un comité appuyé ou mis sur pied par la Banque du Canada. Un peu comme le premier taux de rechange à privilégier, cet écart permettrait de rendre compte de la nature changeante des taux de référence financiers et de l'incertitude quant au meilleur écart de rajustement à appliquer dans l'avenir.

Si aucun écart de rajustement n'est choisi à l'unanimité par les membres du comité ou si aucun comité n'est appuyé ou mis sur pied par la Banque du Canada, on passe au second écart potentiel : l'écart de rajustement de taux proposé par l'ISDA. Celui-ci, fruit de plusieurs consultations avec des participants au marché des dérivés, est calculé à partir de la médiane historique sur cinq ans, c'est-à-dire l'écart médian sur les cinq années précédant l'adoption du taux de rechange.

Question 9 : Êtes-vous d'accord avec les deux écarts de rajustement proposés? Y a-t-il des précisions qui devraient être ajoutées à leur description dans les clauses de repli?

Question 10 : Y a-t-il d'autres écarts de rajustement qui devraient être ajoutés à ceux proposés? Le cas échéant, veuillez les décrire et expliquer votre raisonnement.

Commentaires généraux sur les clauses de repli pour les obligations à taux variable fondées sur le taux CDOR

Question 11 : Y a-t-il des conventions de marché (pour les taux de rechange ou les écarts de rajustement) qui devraient figurer explicitement dans les clauses de repli ou celles-ci devraient-elles rester assez générales pour laisser place à différentes interprétations? Veuillez préciser votre réponse.

Question 12 : Y a-t-il des éléments des clauses de repli proposées qui nuiraient considérablement à votre capacité à émettre ou à acheter des obligations à taux variable? Le cas échéant, veuillez préciser comment.

Question 13 : Veuillez fournir tout autre commentaire sur les clauses de repli proposées.

Annexe 1 : Clauses de repli provisoires pour les obligations à taux variable fondées sur le taux CDOR

PRÉAMBULE

Les clauses de repli portent sur trois principaux éléments :

- (1) l'événement déclencheur ayant entraîné l'abandon du taux d'intérêt initial, en l'occurrence le taux CDOR;
- (2) le taux d'intérêt de rechange;
- (3) les ajustements nécessaires pour que le passage au taux de rechange soit équitable.

Effet d'un événement déclencheur de l'abandon du taux de référence

Si un événement causant l'abandon se produit avant l'heure de référence visant la détermination du taux de référence, celui-ci doit être remplacé par le taux de référence de rechange.

taux de référence (*benchmark*) À l'origine, le taux CDOR, puis le taux de référence de rechange applicable s'il survient un événement déclencheur de l'abandon du taux de référence et la date de remplacement du taux de référence y afférent (qu'il s'agisse du taux CDOR ou d'un taux l'ayant remplacé).

événement déclencheur de l'abandon du taux de référence (*benchmark discontinuance event*) Survenance de l'un ou plusieurs des événements suivants relativement au taux de référence :

1. une déclaration publique ou une publication d'information est faite par l'administrateur du taux de référence ou en son nom, indiquant qu'il a cessé ou cessera de fournir ledit taux de référence définitivement ou pour une durée indéterminée, et aucun autre administrateur ne prend la relève à ce moment;
2. le taux de référence n'est pas publié par son administrateur pour une période de cinq jours ouvrables consécutifs pour une raison autre qu'un moratoire temporaire, une interruption ou un embargo, déclaré par l'administrateur de ce taux ou par l'organisme de surveillance dont il relève, et le taux de référence en question ne peut pas être déterminé à partir d'une période interpolée; ou l'administrateur a publié le taux de référence de la journée précédente pour une période de cinq jours ouvrables consécutifs, y compris si cela découle du fait qu'il n'a pas reçu les soumissions ou autres contributions habituelles des institutions financières participantes lui permettant de calculer le taux de référence du jour ouvrable concerné.

date de remplacement du taux de référence (*benchmark replacement date*) :

1. Pour l'application de la clause 1 de la définition de « événement déclencheur de l'abandon du taux de référence », la dernière des dates suivantes : a) la date de la déclaration publique ou de publication d'information en question; b) la date de cessation définitive ou indéfinie de la publication du taux de référence par son administrateur;
2. Pour l'application de la clause 2 de la définition de « événement déclencheur de l'abandon du taux de référence », le jour ouvrable suivant les cinq jours ouvrables consécutifs concernés.

Si un événement déclencheur de l'abandon du taux de référence survient avant l'heure de référence le jour d'une détermination, la date de remplacement du taux de référence sera réputée avoir précédé l'heure de référence, et la détermination se fera à partir du taux de référence de rechange applicable.

taux CDOR (*Canadian Dollar Offered Rate*) Taux moyen des acceptations bancaires canadiennes pour des échéances déterminées, publié par Refinitiv Benchmark Services Limited ou son successeur à titre d'administrateur.

taux CORRA (*Canadian Overnight Repo Rate Average*) Taux des opérations de pension à un jour, publié par la Banque du Canada ou son successeur à titre d'administrateur.

période correspondante (*corresponding period*) En ce qui concerne un taux de référence de rechange, période ou échéance (un jour ou plus) ayant approximativement la même durée que le contrat fondé sur le taux CDOR, abstraction faite des ajustements pour les jours ouvrables.

période interpolée (*interpolated period*) Relativement à un taux de référence, période obtenue par l'interpolation linéaire entre 1) le taux de référence pour la période la plus longue (pour laquelle le taux de référence est offert) qui est plus courte que la période correspondante et 2) le taux de référence pour la période la plus courte (pour laquelle le taux de référence est offert) qui est plus longue que la période correspondante.

ISDA L'International Swaps and Derivatives Association ou tout successeur.

écart de rajustement de taux proposé par l'ISDA (*ISDA fallback adjustment*) Écart de rajustement (positif, négatif ou nul) s'appliquant aux transactions de produits dérivés fondés sur des définitions de l'ISDA déterminées lors de la survenance d'un événement déclencheur de l'abandon de l'indice relativement au taux de référence pour la durée applicable.

livret de définitions de l'ISDA (*ISDA Definitions*) Livret 2006 *ISDA Definitions*, tel que publié, révisé et rehaussé par l'ISDA, ou tout livret de définitions subséquent publié par l'ISDA concernant les dérivés sur taux d'intérêt.

taux directeur (*policy interest rate*) Taux cible publié par la Banque du Canada auquel les grandes institutions financières s'empruntent et se prêtent des fonds pour une durée d'un jour; ce taux est accessible sur le site Web de la Banque du Canada, à l'adresse www.banqueducanada.ca/grandes-fonctions/politique-monnaire/taux-directeur/.

heure de référence (*reference time*) Heure à laquelle le taux de référence est déterminé, conformément à la méthode établie par l'administrateur.

taux de référence de rechange (*replacement benchmark*) Premier des taux de rechange potentiels ci-dessous pouvant être déterminé, selon l'ordre de priorité établi, à la date de remplacement du taux de référence :

1. le taux déterminé par un comité officiellement appuyé ou mis sur pied par la Banque du Canada, majoré de l'écart de rajustement;
2. le taux CORRA à terme, majoré de l'écart de rajustement;
3. le taux CAD-CORRA-OIS-COMPOUND, tel que défini dans le livret de définitions de l'ISDA, majoré de l'écart de rajustement;
4. le taux d'intérêt directeur, composé quotidiennement et calculé à terme échu, majoré de l'écart de rajustement.

écart de rajustement du taux de référence de rechange (*replacement benchmark spread*)

Premier des écarts de taux ci-dessous pouvant être calculé, selon l'ordre de priorité établi, à la date de remplacement du taux de référence :

1. l'écart de rajustement (positif, négatif ou nul) choisi, appuyé ou recommandé par un comité officiellement appuyé ou mis sur pied par la Banque du Canada pour le calcul du taux de référence de rechange non ajusté applicable;
2. l'écart de rajustement de taux proposé par l'ISDA.

taux CORRA à terme (*term CORRA*) Taux à terme prospectif pour la période correspondante applicable (ou la période interpolée, en l'absence d'une période correspondante), ce taux étant fondé sur le taux CORRA et choisi ou recommandé par un comité officiellement appuyé ou mis sur pied par la Banque du Canada.

taux de référence de rechange non ajusté (*unadjusted replacement benchmark*) Taux de référence de rechange, non majoré d'un écart de rajustement.