

# Examen du taux CDOR par le Groupe de travail sur le TARCOM : analyse et recommandations

## Résumé

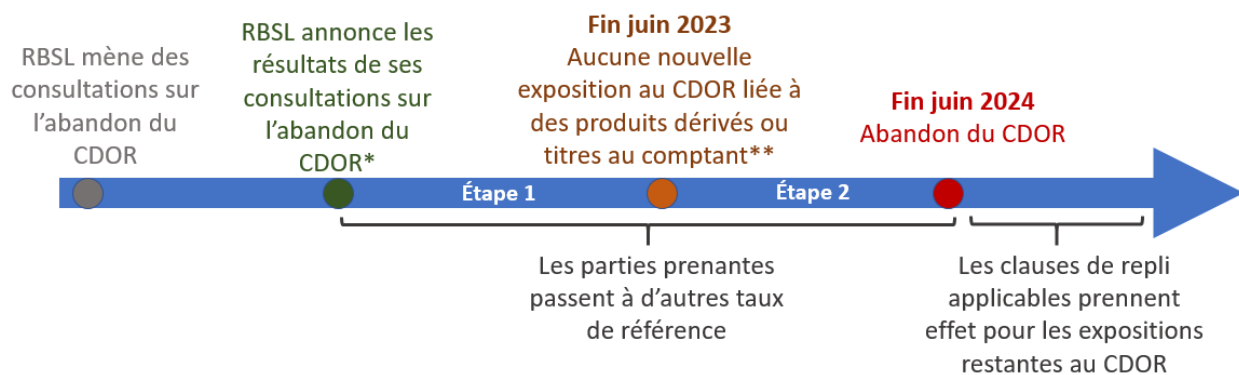
- Le Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien (Groupe de travail sur le TARCOM) a été créé en mars 2018 afin de piloter la réforme des taux de référence au Canada. Il est composé de hauts représentants de diverses parties prenantes du système financier canadien. En 2020, le Groupe de travail a été chargé d'examiner et d'analyser l'efficacité du taux CDOR (Canadian Dollar Offered Rate) et, à partir de cette analyse, de formuler des recommandations sur la pertinence de ce taux comme indice de référence dans l'avenir.
- Créé dans les années 1980 pour servir de taux de référence pour la tarification des prêts fondés sur des acceptations bancaires, le CDOR est aujourd'hui le principal taux d'intérêt de référence utilisé au Canada. Il est en effet le taux de référence de nombreux instruments du marché institutionnel canadien, tels que des produits dérivés, obligations et prêts, totalisant une exposition notionnelle brute de plus de 20 000 milliards de dollars. À peu près 97 % de cette exposition est liée aux produits dérivés, tandis que seulement 1 % environ est liée aux prêts. Le CDOR est actuellement administré et publié par Refinitiv Benchmark Services (UK) Limited (RBSL).
- Bien que le CDOR ait bien servi le marché des produits libellés en dollars canadiens pendant de nombreuses années, certains aspects de la structure de ce taux font peser des risques sur sa future solidité. L'objectif du Groupe de travail était d'analyser ces aspects, en tenant compte des nouvelles exigences plus strictes concernant les taux d'intérêt de référence essentiels, en vue de garantir la robustesse et la résilience du régime canadien de taux de référence pour les années à venir.
  - ▶ Les principaux taux d'intérêt de référence mondiaux, y compris les taux sans risque et les taux sensibles au crédit, sont de plus en plus restructurés pour être principalement fondés sur de grands volumes d'opérations sous-jacentes, plutôt que sur le jugement d'expert. Bien que le CDOR soit un taux engagé régissant les prêts, sa détermination repose essentiellement sur un jugement d'expert. Elle ne peut pas être directement liée aux opérations observables conclues dans des conditions de pleine concurrence et n'est donc pas conforme aux bonnes pratiques internationales en évolution. Tous les autres principaux taux de référence sensibles au crédit sont définis comme un taux d'emprunt et peuvent de ce fait être directement déterminés par des opérations sur titres.
  - ▶ Les banques ne voient plus le modèle d'octroi de prêts fondés sur des acceptations bancaires (AB), qui sous-tend le CDOR, comme une façon efficace de fournir du crédit à leurs entreprises clientes. La méthode de financement des banques a évolué pour mieux faire correspondre la durée de leur financement à l'échéance de leurs prêts, une pratique désormais codifiée dans les règles de Bâle III. Étant donné que les prêts fondés sur des AB sont des facilités à terme ou engagées, les services de trésorerie des banques ne les financent plus au moyen d'AB émises au tirage de ces prêts. Il est fort probable que les banques réduisent ou cessent leur émission d'AB. Elles ont déjà commencé à aller dans ce sens, soit en conservant davantage d'AB à leur bilan au lieu de les vendre sur le marché, soit en créant des prêts fondés sur le CDOR qui ne génèrent pas d'AB. Malgré l'absence d'un lien direct, une diminution des émissions d'AB minerait graduellement les fondements de la structure du CDOR.
  - ▶ Concernant les taux de référence sensibles au crédit, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) a récemment mentionné le besoin de porter une plus grande

attention a) à la « proportionnalité », soit la taille des marchés sous-jacents qui se servent d'un taux de référence par rapport au volume de négociation des produits utilisés pour établir ce taux de référence, et b) au caractère suffisant des données prises en compte lors de la détermination du taux de référence afin d'assurer une représentation exacte et fiable du marché sous-jacent en temps normal comme en période de tensions. Ces deux aspects sont très importants pour le CDOR et sa solidité à l'avenir.

- ▶ La réforme des taux de référence est une initiative internationale visant à établir des assises solides pour les produits financiers à venir. Au Canada, l'initiative est appuyée par les travaux du Groupe de travail sur le TARCOT ainsi que par un nouveau cadre réglementaire mis en œuvre par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), qui endossent le rôle d'organisme de réglementation des taux de référence. Ce cadre harmonise la réglementation canadienne avec les normes plus élevées que d'autres autorités ont commencé à adopter en 2018. Les autorités en valeurs mobilières de l'Ontario et du Québec ont désigné le CDOR comme indice de référence essentiel, ce qui assujettit les administrateurs du taux et ses contributeurs à davantage d'obligations.
- ▶ L'expérience récente accumulée avec le LIBOR et d'autres taux de référence mondiaux fondés sur des sondages a montré que les banques déclarantes pourraient décider de mettre fin à leur participation volontaire au panel en raison des obligations et des coûts supplémentaires que cela engendre, auxquels pourraient s'ajouter leurs propres inquiétudes quant à l'avenir du CDOR, nourries par l'analyse du Groupe de travail sur le TARCOT. Il s'agit là d'une source de fragilité majeure puisque le panel CDOR ne compte plus que six banques déclarantes.
- Le Groupe de travail a examiné la faisabilité d'une réforme ou d'une amélioration du CDOR, comme cela avait été fait avec le taux CORRA (Canadian Overnight Repo Rate Average – le taux à un jour sans risque employé au Canada) et avec d'autres taux de référence sensibles au crédit ailleurs dans le monde. Il en a conclu que ce n'était pas une solution soutenable en raison de la définition du CDOR et du fait que cette dernière ne peut pas être directement liée à des opérations sur titres conformes au principe de pleine concurrence. Modifier l'une de ces deux caractéristiques conduirait presque inmanquablement à un taux de référence différent sur les plans juridique et économique.
- **Le Groupe de travail recommande que RBSL cesse de calculer et de publier le CDOR après le 30 juin 2024. Il propose une période de transition en deux étapes en vue du remplacement du CDOR (figure 0). La première étape se déroulerait jusqu'au 30 juin 2023, et la seconde s'achèverait le 30 juin 2024. Au terme de la première période, le Groupe de travail s'attendrait à ce que le taux CORRA soit devenu le taux de référence pour tous les nouveaux produits dérivés et titres, et à ce qu'il n'y ait aucune nouvelle exposition au CDOR après cela, sauf dans certains cas limités, notamment dans le cas où les produits dérivés couvrent ou réduisent les expositions au CDOR liées à des produits dérivés ou titres négociés avant le 30 juin 2023, ou liées à des contrats de prêt négociés avant le 30 juin 2024.**
- La seconde étape, qui prendrait fin le 30 juin 2024, donnerait plus de temps aux entreprises pour adopter d'autres taux de référence pour leurs contrats de prêt et pour régler d'éventuels problèmes liés à la modification des contrats sur titres existants. D'ici là, il y aurait aussi davantage de titres échus qui étaient fondés sur le CDOR. Après le 30 juin 2024, l'encours des obligations à taux variable et des produits titrisés fondés sur le taux CDOR devrait avoisiner les 95 milliards de dollars.
- Ces recommandations concernant l'avenir du CDOR ont été approuvées à l'unanimité par les membres du Groupe de travail sur le TARCOT et du Forum canadien des titres à revenu fixe.

- **Ultimement, la décision de cesser la publication du CDOR appartient uniquement à RBSL et les recommandations du Groupe de travail sur le TARCOT ne constituent pas une déclaration publique ou une publication d'information indiquant que l'administrateur du CDOR a cessé ou cessera de fournir le taux définitivement ou pour une durée indéterminée. Comme l'indique la section 12.2, avant de cesser la publication du CDOR, RBSL devra d'abord déterminer que l'abandon du taux est nécessaire et qu'il s'agit de la mesure corrective appropriée. Cette société est tenue de mener des consultations sur toute date de fin proposée, puis de publier un avis annonçant la fin de la publication du CDOR avant la date d'effet de l'abandon. Cet avis entraînera le calcul de l'ajustement de l'écart de crédit figurant dans les clauses de repli de l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) pour les produits dérivés, ainsi que le calcul de l'ajustement de l'écart de crédit présenté dans les clauses de repli recommandées par le Groupe de travail sur le TARCOT pour les obligations à taux variable. Les clauses de repli entreront quant à elles en vigueur une fois que le CDOR ne sera plus fourni. Le Groupe de travail s'attend à ce que Refinitiv donne prochainement plus de précisions sur les mesures qu'elle compte prendre.**

**Figure 0 – Plan de transition visant le CDOR (conditionné à la décision de RBSL de cesser de publier ce taux)**



\* Un avis de RBSL annonçant la fin de la publication du CDOR entraînerait le calcul de l'ajustement de l'écart de crédit proposé par l'ISDA pour les produits dérivés ainsi que le calcul de l'ajustement de l'écart de crédit recommandé par le Groupe de travail sur le TARCOT pour les obligations à taux variable.

\*\* Sauf dans le cas où les produits dérivés couvrent ou réduisent les expositions au CDOR liées à des produits dérivés ou titres négociés avant le 30 juin 2023, ou liées à des contrats de prêt négociés avant le 30 juin 2024.

- L'échéancier recommandé donnerait le temps aux parties prenantes de faire basculer les expositions au CDOR vers de nouveaux taux de référence. Le Groupe de travail s'attend à ce que les produits dérivés et les titres libellés en dollars canadiens passent au taux CORRA (calculé à terme échu). Il s'attend aussi à ce que cela se produise dans un délai plus court, grâce à l'expérience et aux enseignements acquis dans le cadre du remplacement du LIBOR. Les produits de prêt pourraient également se fonder sur le taux CORRA composé à terme échu, mais le Groupe de travail étudiera les différentes options envisageables et mènera des consultations d'ici la fin du premier trimestre de 2022 sur la possibilité de devoir créer de nouveaux taux de référence à cet égard, dont un taux à terme prospectif basé sur le taux CORRA<sup>1</sup>. Tous les nouveaux taux de référence canadiens devraient être conformes aux principes de l'OICV et répondre aux normes mondiales en matière de robustesse.

<sup>1</sup> À l'instar des limites liées à l'utilisation du taux SOFR à terme, les licences pour le taux CORRA à terme pourraient éventuellement n'être octroyées que pour les opérations de prêts et de couverture des prêts.

- Si RBSL est d'accord avec l'analyse et les recommandations du Groupe de travail et annonce qu'elle cessera de publier le CDOR à la suite de ses consultations publiques, les ressources allouées au remplacement du LIBOR (en cours) serviront également pour le passage du CDOR au CORRA. Les travaux réalisés par l'ISDA pour faciliter l'adoption de taux à un jour sans risque seront aussi très utiles. Ces travaux, achevés récemment, visaient à rédiger des clauses de repli plus robustes et à les incorporer aux contrats de dérivés conclus en vertu des conventions de l'ISDA et liés à certains taux interbancaires offerts, dont le CDOR et d'autres grands taux de référence sensibles au crédit utilisés dans le monde.
- Le Groupe de travail sur le TARCOT a déjà jeté certaines bases nécessaires à une transition harmonieuse, puisqu'il a terminé les travaux d'amélioration du taux CORRA et recommandé des clauses de repli solides concernant le CDOR ainsi que des conventions pour faire basculer vers le CORRA les produits actuellement fondés sur le CDOR. Toutefois, le Groupe de travail reconnaît qu'il resterait beaucoup à faire si RBSL décidait de cesser de publier le CDOR, notamment apporter des changements aux infrastructures et peut-être aussi aux lois et règlements en vigueur, et éventuellement créer de nouveaux taux de référence. Tous ces facteurs ont été pris en compte dans l'élaboration du plan de transition en deux étapes qui a été recommandé.
- Le Groupe de travail poursuivrait sa collaboration avec les parties prenantes du CDOR, dont les autorités canadiennes, pour concevoir les outils et les étapes susceptibles de faciliter le remplacement du taux CDOR. À cette fin, et pour réduire les risques que fait peser une transition abrupte sur les marchés financiers canadiens, il s'attend à ce que les six banques déclarantes continuent de participer au panel CDOR et de soutenir l'émission d'AB, dans la mesure du possible, jusqu'à la date recommandée d'abandon du CDOR, le 30 juin 2024.
- Bien que les recommandations du Groupe de travail ne visent que le CDOR, l'abandon de ce taux pourrait avoir des répercussions sur les émissions d'AB, puisque les banques pourraient choisir de cesser d'émettre des AB à court terme au profit d'autres formes de financement. Le Forum canadien des titres à revenu fixe collaborera avec des acteurs du secteur pour évaluer les effets de la réduction des émissions d'AB et établir les efforts supplémentaires à fournir, le cas échéant, pour aider les investisseurs à s'adapter aux changements découlant de cette situation.

## Sommaire

Résumé .....	1
1. Introduction .....	6
2. Présentation générale du Groupe de travail sur le TARCOM .....	7
3. Survol du régime des taux d'intérêt de référence au Canada .....	8
4. Tour d'horizon du CDOR .....	10
5. Tour d'horizon du marché des acceptations bancaires .....	13
6. CDOR : comparaisons avec d'autres taux utilisés dans le monde .....	22
7. Réglementation et surveillance des taux de référence au Canada .....	25
8. Le taux CDOR et les bonnes pratiques internationales applicables aux indices de référence .....	27
9. Possibilité de réformer le taux CDOR.....	31
10. Recommandations .....	32
11. Préparation de la transition .....	35
12. Prochaines étapes .....	38
Annexe 1 – Composition du Groupe de travail sur le TARCOM.....	41
Annexe 2 – Clauses de repli et conventions recommandées par le Groupe de travail sur le TARCOM.....	42
Annexe 3 – Volume et portée de l'utilisation du CDOR et des acceptations bancaires .....	43

## 1. Introduction

Le Groupe de travail sur le TARCOT a été créé en mars 2018 par le Forum canadien des titres à revenu fixe (le Forum)<sup>2</sup> afin de piloter la réforme des taux de référence au Canada. En octobre 2020, le Forum a demandé au Groupe de travail, en consultation avec les six banques déclarantes membres du panel CDOR, d'analyser l'efficacité du CDOR comme taux de référence au Canada et de formuler des recommandations en vue de garantir la robustesse du régime canadien de taux de référence pour les années à venir. Le CDOR a fait l'objet de plusieurs réformes ces dernières années, mais il n'y avait pas encore eu d'examen global de son efficacité, surtout à la suite des changements apportés à la réglementation bancaire et à la réglementation sur les taux de référence. Vu l'évolution rapide des taux de référence des produits financiers dans le monde et le passage à des taux à un jour sans risque pour un grand nombre de produits échangés sur les marchés financiers internationaux en raison de l'abandon prévu du LIBOR, les secteurs public et privé du Canada ont convenu qu'il était temps de procéder à un examen complet du CDOR.

Le Groupe de travail a pour cela été restructuré de façon à assurer une représentation plus large des parties prenantes du système financier canadien, et le rang que doivent occuper ses membres au sein de leur propre institution a été revu à la hausse. Il a mis sur pied un nouveau sous-groupe, le sous-groupe chargé du taux de référence sensible au crédit, dont le mandat était de finaliser l'examen du CDOR. Ce sous-groupe a défini trois chantiers, auxquels un échantillon représentatif d'acteurs des entreprises membres du Groupe de travail sur le TARCOT et d'entreprises non membres a participé. Ces chantiers étaient axés sur 1) le volume et la portée du CDOR et des AB, 2) le processus de participation au sondage CDOR et le contrôle des risques inhérents à ce processus (qui incluait une comparaison entre le CDOR et d'autres taux de référence sensibles au crédit ailleurs dans le monde), et 3) l'efficacité des AB comme produits de financement, de prêt et de placement. Afin de mieux comprendre ces questions, les équipes chargées des trois chantiers ont lancé plusieurs sondages et tenu des réunions et ateliers virtuels avec a) des organismes de réglementation nationaux et internationaux, b) les administrateurs des taux LIBOR, Euribor, BBSW et CDOR, c) les services de trésorerie de banques, d) des prêteurs et des emprunteurs et e) des négociateurs et des investisseurs sur le marché monétaire. En somme, le Groupe de travail a cherché à recueillir des données, opinions, réflexions et expériences auprès de toutes les parties concernées par le CDOR et les AB ou ayant de l'expérience dans la réforme des taux de référence. Le Groupe de travail souhaite exprimer sa profonde gratitude à toutes les personnes ayant contribué à cet examen : vos réflexions et opinions ont été étudiées avec soin et ont joué un rôle majeur dans nos recommandations.

Ce livre blanc résume les résultats de l'examen. La section 2 est une présentation générale du Groupe de travail sur le TARCOT et la section 3 décrit le régime des taux d'intérêt de référence au Canada. Les sections 4 et 5 font un tour d'horizon du CDOR et du marché des acceptations bancaires, respectivement. La section 6 expose les changements récents apportés à d'autres taux de référence sensibles au crédit dans le monde. La section 7 décrit l'environnement réglementaire applicable aux taux de référence au Canada et ailleurs. La section 8 met en lumière les grands enjeux liés à l'architecture du CDOR, tandis que la section 9 traite de la possibilité de réformer le taux CDOR. La section 10 présente les recommandations

---

<sup>2</sup> Le [Forum canadien des titres à revenu fixe](#) est un comité sectoriel de haut niveau que la Banque du Canada a mis sur pied afin de discuter de l'évolution de la structure et du fonctionnement du marché des titres à revenu fixe, des pratiques du marché, et également des enjeux connexes liés aux politiques publiques.

du Groupe de travail concernant l'avenir du CDOR. Enfin, la section 11 porte sur l'état de préparation du Canada à l'abandon du taux CDOR et la section 12 décrit les prochaines étapes. Le livre blanc comprend également trois annexes. La première donne des renseignements sur la composition du Groupe de travail sur le TARCOT. La deuxième présente l'ensemble de recommandations et d'outils élaboré récemment par le Groupe de travail. La dernière annexe réunit les résultats quantitatifs du sondage réalisé par le Groupe de travail sur le volume et la portée du CDOR et des AB.

## 2. Présentation générale du Groupe de travail sur le TARCOT

### Contexte mondial

La réforme des taux d'intérêt de référence sur les marchés institutionnels a commencé après les allégations de manipulation du taux LIBOR durant la crise financière, qui ont suscité des préoccupations quant à la vulnérabilité du taux. Pour coordonner ces travaux menés à l'échelle internationale, le Conseil de stabilité financière (CSF) a mis sur pied en 2013 un organe-conseil, l'Official Sector Steering Group (OSSG), chargé de l'éclairer sur des recommandations qui permettraient de renforcer les taux de référence interbancaires existants<sup>3</sup> et de faciliter l'élaboration de taux de référence sans risque ou à risque quasi nul complémentaires qui pourraient être utilisés pour certaines catégories d'opérations, en particulier les opérations sur dérivés. Les taux existants et les nouveaux taux devaient être conformes aux normes réglementaires internationales, dont les principes de l'OICV régissant les indices financiers de référence<sup>4</sup>. Pour orchestrer ce vaste ensemble de travaux, toutes les économies ayant recours au LIBOR ainsi que de nombreux pays où un autre taux sert de référence ont constitué des groupes de travail nationaux réunissant des participants des secteurs public et privé.

### Groupe de travail sur le TARCOT

Le Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien avait initialement pour mandat d'examiner et, au besoin, de réformer ou d'améliorer le taux de référence à un jour sans risque utilisé au Canada, soit le taux des opérations de pension à un jour (CORRA). Il était aussi chargé d'accompagner l'adoption du taux CORRA et le passage vers ce taux pour qu'il devienne le principal indice financier de référence pour les dérivés et les titres canadiens.

Par la suite, la Banque du Canada est devenue l'administrateur du taux CORRA, qu'elle fournit comme bien public, et elle s'occupe depuis juin 2020 du calcul et de la publication du taux. Elle applique pour cela la [méthode](#) de calcul améliorée conçue par le Groupe de travail sur le TARCOT, qui couvre un éventail beaucoup plus large d'opérations de pension à un jour sous-jacentes.

En octobre 2020, le Forum canadien des titres à revenu fixe a revu le mandat du Groupe de travail et a également chargé ce dernier d'examiner et d'analyser le CDOR ainsi que son efficacité comme taux de référence. On s'était rendu compte que la réforme des taux de référence à l'échelle internationale conduisait certains pays à délaisser les taux de référence sensibles au crédit au profit de taux sans risque.

---

<sup>3</sup> Les efforts portaient principalement sur les trois taux d'intérêt de référence mondiaux les plus utilisés : le LIBOR, l'Euribor et le TIBOR.

<sup>4</sup> Voir [www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS289.pdf](http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS289.pdf)

Le Forum a également demandé au Groupe de travail de formuler des recommandations à partir des résultats de son analyse<sup>5</sup>.

Dans la foulée de l'élargissement du mandat du Groupe de travail, le nombre de ses membres a augmenté pour passer à 18 institutions en plus de la Banque du Canada (avec une représentation égale des côtés acheteur et vendeur), et le rang que doivent occuper les membres au sein de leur institution a été revu à la hausse<sup>6</sup>. Le Groupe de travail sur le TARCOT n'est pas un organisme de réglementation, mais, à titre de groupe de travail national, ses recommandations sont le reflet d'un large consensus parmi les hauts représentants du secteur financier canadien, dont les six banques déclarantes membres du panel CDOR.

### 3. Survol du régime des taux d'intérêt de référence au Canada

Au Canada, le régime des taux d'intérêt de référence axé sur le marché institutionnel repose sur deux principaux taux de référence : le CDOR et le CORRA. Le CDOR, taux de référence fondé sur des sondages et sensible au crédit, est administré et publié par RBSL. Il s'agit d'un taux à terme prospectif qui reflète le risque de crédit bancaire et le risque de terme. Le CORRA, taux à un jour sans risque, n'intègre ni la prime de terme ni la prime de risque de crédit. Les principales caractéristiques de ces taux sont comparées dans le tableau 1. Comme le précise la section précédente, le Groupe de travail sur le TARCOT avait initialement pour mandat de réformer le CORRA, mais ces efforts ont fini par être reportés sur le CDOR.

**Tableau 1 : Principales caractéristiques des taux CDOR et CORRA**

CDOR (Canadian Dollar Offered Rate)	CORRA (Canadian Overnight Repo Rate Average)
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Taux fondé sur la note de crédit, qui intègre la prime de terme et la prime de risque de crédit</li> <li>• Mesure le taux auquel les banques canadiennes sont disposées à prêter des fonds aux clients avec qui elles ont conclu des contrats de prêt par voie d'acceptations bancaires</li> <li>• Basé sur un sondage</li> <li>• Les taux soumis par les banques participantes manquent de transparence</li> <li>• Est un taux à terme prospectif (le montant du paiement est connu d'avance) publié pour des échéances à 1, 2 et 3 mois</li> <li>• Administrateur : <a href="#">Refinitiv</a></li> <li>• Publication avec décalage pour une utilisation gratuite</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Taux sans risque qui reflète le taux du financement à un jour sans risque et qui suit de près le <a href="#">taux directeur</a> de la Banque du Canada</li> <li>• Mesure le coût du financement à un jour sur le marché général des pensions pour les opérations garanties au moyen de titres d'emprunt du gouvernement du Canada</li> <li>• Est transparent : il est fondé sur des transactions, à savoir que son calcul repose sur des transactions effectivement réalisées sur le marché</li> <li>• Est calculé au jour le jour</li> <li>• Le montant du paiement s'obtient par calcul à la fin de la période – on parle de taux composé à terme échu</li> <li>• Administrateur : <a href="#">Banque du Canada</a></li> <li>• Publication sans décalage pour une utilisation gratuite</li> </ul>

<sup>5</sup> De plus, le Groupe de travail sur le TARCOT supervise le [Groupe consultatif sur le taux CORRA](#).

<sup>6</sup> Voir l'annexe 1 pour connaître la composition du Groupe de travail sur le TARCOT. Pour de plus amples renseignements, consulter le [site Web](#) du Groupe de travail.



## Le taux CORRA

Mis au point en 1997, le taux CORRA est un taux d'intérêt de référence à un jour sans risque fondé sur des transactions qui sert de mesure du coût du financement à un jour sur le marché général des pensions pour les opérations garanties au moyen de titres du gouvernement du Canada. Dans le cadre de ses premiers travaux sur la réforme des taux de référence, le Groupe de travail a mis au point une série d'[améliorations](#) du taux CORRA, qui ont été mises en œuvre lorsque la Banque du Canada est [devenue](#) l'administrateur du taux en juin 2020.

La Banque du Canada calcule le taux CORRA à partir des données sur les opérations de pension à un jour<sup>7</sup> garanties par des titres du gouvernement du Canada entre deux entités non affiliées quelconques. À titre d'administrateur, la Banque a aussi mis sur pied un [groupe consultatif sur le taux CORRA](#) afin de se faire conseiller sur les changements touchant le fonctionnement du marché des pensions et les problèmes potentiels relatifs à la méthode de calcul, ainsi que sur les changements dans la méthode de calcul et la production du taux découlant des examens de la méthode<sup>8</sup>.

La Banque du Canada fournit les [données](#) sur le taux CORRA comme bien public, sans frais, sur son site Web. Par le passé, le CORRA était en général uniquement utilisé comme taux de référence sur le marché des swaps indexés sur le taux à un jour (un type de swap de taux d'intérêt ou de dérivé de taux d'intérêt) et des dérivés négociés en bourse (contrats à terme), mais un marché des obligations à taux variables (OTV) fondées sur le taux CORRA a commencé à se développer au début de 2020. De plus, la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL) a récemment annoncé qu'à compter du début de 2022, elle utiliserait le CORRA au lieu du CDOR comme taux de référence pour son programme d'Obligations hypothécaires du Canada (OHC)<sup>9</sup>. À l'échelle mondiale, les pays et territoires ayant recours au LIBOR pour les prêts bancaires le délaissent également en faveur de taux sans risque (TSR), à savoir le taux du financement à un jour ou une combinaison du taux du financement à un jour et de TSR à terme<sup>10</sup>.

Afin de faciliter l'utilisation du CORRA pour les prêts et les OTV, la Banque du Canada a commencé à [publier](#) l'indice du taux CORRA composé en avril 2021. Des indices semblables sont publiés par d'autres grandes économies et utilisés pour calculer le montant des versements pour certains produits financiers.

### Différences entre les méthodes de calcul du CORRA et du CDOR

Le CDOR est un taux prospectif (c'est-à-dire que le taux CDOR à trois mois correspond au taux d'intérêt qui s'appliquera au cours des trois *prochains* mois), tandis que le CORRA est un taux à un jour qui reflète les opérations qui se sont conclues la veille. Pour convertir un taux à un jour comme le CORRA en un taux qui couvre une période de trois mois, par exemple, les valeurs quotidiennes du taux CORRA doivent être composées sur toute la période de calcul des intérêts (figure 1).

---

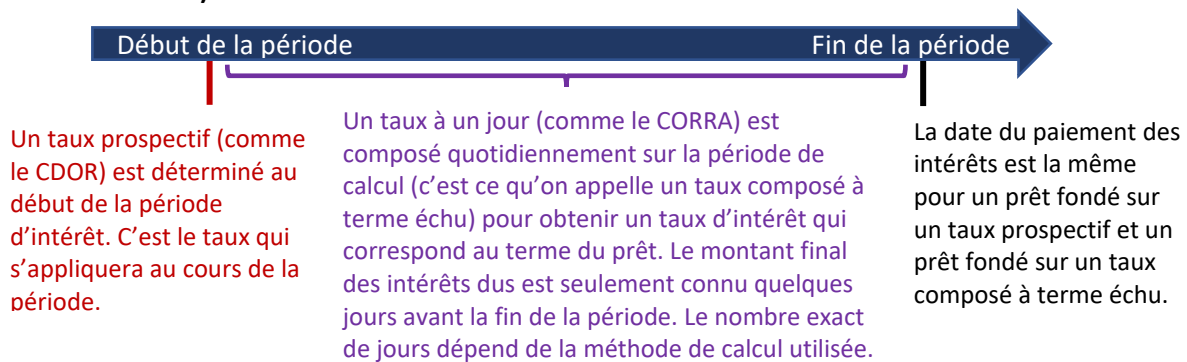
<sup>7</sup> Pour obtenir des explications sur les opérations de pension et une vue d'ensemble du marché canadien des pensions, voir [www.banqueducanada.ca/2016/03/document-analyse-personnel-2016-8](http://www.banqueducanada.ca/2016/03/document-analyse-personnel-2016-8).

<sup>8</sup> La méthode de calcul du taux CORRA doit faire l'objet d'un examen au moins une fois tous les cinq ans. Cet examen pourrait être effectué plus tôt en cas de changements structurels majeurs sur le marché des pensions sous-jacent.

<sup>9</sup> La Fiducie du Canada pour l'habitation est le plus grand émetteur d'OTV au Canada et la SCHL agit à titre de garante.

<sup>10</sup> Bien que l'Euribor reste une option envisageable pour les prêts libellés en euros, on s'attend à ce que le taux à court terme en euros soit adopté comme taux de référence pour au moins une partie des contrats de prêt multidevises ayant une option de prêt en euros.

**Figure 1 – Différence entre les taux prospectifs (comme le CDOR) et les taux calculés à la fin de la période (comme le CORRA)**



## 4. Tour d'horizon du CDOR

### 4.1 Définition

Le CDOR est actuellement le principal taux d'intérêt de référence sur le marché institutionnel canadien. Les instruments financiers fondés sur ce taux totalisent une exposition notionnelle brute de plus de 20 000 milliards de dollars. Le CDOR est un taux fondé sur des sondages, créé dans les années 1980 en vue d'établir un taux de référence pour les facilités de crédit par voie d'AB et servant encore à cette fin aujourd'hui. Il s'agit d'un taux de référence unique puisqu'il mesure le taux moyen auquel les banques canadiennes sont *disposées à accorder des prêts* aux sociétés emprunteuses disposant déjà de facilités de crédit par voie d'AB, alors que d'autres taux de référence sensibles au crédit utilisés dans le monde – également appelés taux interbancaires offerts (p. ex., LIBOR, Euribor et TIBOR) – mesurent le taux auquel les banques *peuvent emprunter*<sup>11</sup>. Le CDOR reflète le taux de base quotidien régissant les prêts pour tous les emprunteurs, pour les échéances applicables. Il ne tient pas compte de la solvabilité d'une contrepartie donnée. Il est néanmoins majoré d'une commission d'acceptation, dont le montant est propre à l'emprunteur et reflète la solvabilité de ce dernier, ce qui forme le coût total de l'emprunt pour le client.

La définition du CDOR fait que ce taux ne peut pas être directement lié à des opérations observables conclues dans des conditions de pleine concurrence, ce qui ne correspond pas à l'approche suivie par les organismes de réglementation dans le monde et qui est de plus en plus adoptée pour d'autres taux de référence sensibles au crédit. La détermination du CDOR repose principalement sur un jugement d'expert, fondé sur divers facteurs, plutôt que sur des opérations conclues dans des conditions de pleine concurrence ou des cours directement exécutables sur des plateformes de négociation réglementées, ce qui rend le CDOR de moins en moins compatible avec d'autres taux de référence sensibles au crédit.

<sup>11</sup> Comme l'indique RBSL dans sa méthodologie afférente au CDOR, le CDOR est le taux engagé régissant les prêts bancaires ou encore le « taux exécutable » auquel chaque contributeur est tenu de faire crédit aux sociétés emprunteuses disposant déjà de facilités de crédit engagées dont le taux est déterminé en fonction du CDOR, et majoré d'une commission d'acceptation (le cas échéant).

Le CDOR est administré par Refinitiv Benchmark Services (UK) Limited (RBSL) depuis le 31 décembre 2014. Il est actuellement publié pour trois échéances : un, deux et trois mois<sup>12</sup>.

## 4.2 Rôle de l'administrateur et des contributeurs du CDOR

À titre d'administrateur, RBSL est responsable de ce qui suit :

1. Recueillir les données auprès des banques participantes pour calculer le CDOR
2. Calculer et publier le taux CDOR pour les trois échéances ainsi que les taux soumis par les banques participantes
3. Tous les aspects liés à la gouvernance, la surveillance et l'intégrité du taux

RBSL a publié les documents suivants (en anglais seulement) concernant le CDOR :

1. [Méthodologie afférente au CDOR](#)
2. [Déclaration relative au CDOR](#)
3. [Code de conduite des contributeurs du CDOR](#)
4. [Politiques de RBSL sur le changement d'une méthodologie afférente à un taux de référence et sur l'abandon d'un taux de référence](#)

Un [comité indépendant de surveillance du CDOR](#) est chargé de la surveillance, de l'examen et de la remise en question potentielle de tous les aspects liés à la publication du taux de référence.

Les banques participant au sondage CDOR fournissent des réponses à RBSL de façon volontaire et non rémunérée.

Comme indiqué dans le code de conduite des contributeurs du CDOR, chaque banque déclarante est tenue de documenter ses politiques, procédures, modèles et registres quotidiens liés aux sources de données et au jugement d'expert sur lesquels elle se fonde pour fournir ses réponses à RBSL. Le code de conduite décrit également les dispositifs organisationnels et de gouvernance ainsi que les systèmes et contrôles que les banques déclarantes devraient avoir en place. Ces institutions doivent certifier chaque année qu'elles respectent les obligations aux termes du code.

Si un membre du panel souhaite se retirer du processus d'établissement du CDOR, il doit donner un préavis d'au moins six mois.

RBSL revoit sa méthodologie afférente au CDOR au moins une fois par an pour déterminer si le taux demeure représentatif du marché sous-jacent.

## 4.3 Processus de participation au sondage CDOR et méthodologie

Le CDOR est calculé en fonction des taux proposés par les six banques membres du panel CDOR : la Banque de Montréal, la Banque de Nouvelle-Écosse, la Banque Canadienne Impériale de Commerce, la Banque

---

<sup>12</sup> RBSL a cessé de publier le CDOR à 6 et à 12 mois depuis le 17 mai 2021 en raison de l'utilisation sous-jacente limitée des tirages faits sur les facilités de crédit par voie d'AB et, par conséquent, du nombre restreint d'AB émises pour ces échéances.

Nationale du Canada, la Banque Toronto-Dominion et la Banque Royale du Canada<sup>13</sup>. Ces institutions émettent environ 94 % des AB vendues sur le marché.

Les processus de participation et de calcul se résument comme suit :

- Entre 9 h 40 et 10 h 10 (HE), les banques participantes indiquent à RBSL le taux auquel elles sont disposées à consentir des prêts qui demeureront inscrits à leur bilan aux sociétés emprunteuses disposant déjà de facilités de crédit par voie d'AB fondées sur le CDOR<sup>14</sup> pour les échéances de un, deux et trois mois.
- La plus haute et la plus basse des valeurs rapportées pour chaque échéance sont écartées.
- La moyenne des valeurs proposées restantes donne le taux de référence quotidien du CDOR.

Le CDOR et les taux proposés par les six banques sont publiés à 10 h 15 (HE) par RBSL.

#### 4.4 Comment les banques déclarantes déterminent les taux qu'elles proposent au sondage CDOR

Dans le cadre de son analyse du taux CDOR, le Groupe de travail sur le TARCOT a demandé aux six banques déclarantes comment elles *déterminaient* les taux offerts en réponse au sondage CDOR (c'est-à-dire la façon dont elles ont formé et exercé leur jugement d'expert), quel secteur fonctionnel de la banque fournissait les réponses et quels étaient les mécanismes de contrôle entourant les taux proposés. Le Groupe de travail a constaté que les taux proposés reflétaient un grand nombre de facteurs, dont le niveau des opérations sur AB sur le marché secondaire, le niveau des contrats à terme sur AB, le taux CORRA et le taux des swaps indexés sur le taux à un jour, le taux des bons du Trésor, les écarts de crédit des banques, l'offre et la demande d'AB, ainsi que d'autres facteurs périodiques comme les mesures de politique monétaire exceptionnelles et la réglementation bancaire. Les répondants au sondage CDOR ont eu recours au jugement d'expert, fondé sur la connaissance des marchés et les lignes directrices propres aux entreprises concernées, pour tenir compte de l'ensemble de ces facteurs et produire un taux pour chacune des échéances. En outre, toutes les banques ont des mécanismes de contrôle et de surveillance du processus de participation au sondage qui sont relativement semblables et qui intègrent tous les aspects du code de conduite des contributeurs du CDOR établi par RBSL. Le secteur fonctionnel chargé de fournir le taux varie toutefois entre les six banques. Des efforts ont été déployés par RBSL et les six banques membres du panel CDOR pour encadrer le jugement d'expert, y compris la documentation des données servant à l'établissement du taux.

#### 4.5 Usages du CDOR

Le CDOR est le taux de référence utilisé pour un grand nombre d'instruments du marché institutionnel canadien. Il a été créé à l'origine en vue d'établir un taux de référence pour les emprunts sous forme d'AB, mais de nos jours, ces instruments ne représentent plus que 1 % de l'exposition notionnelle brute au CDOR, qui est d'environ 20 000 milliards de dollars. La plus grande part (97 %) de cette exposition est liée à des produits dérivés, principalement des swaps de taux d'intérêt compensés. Le reste est divisé entre

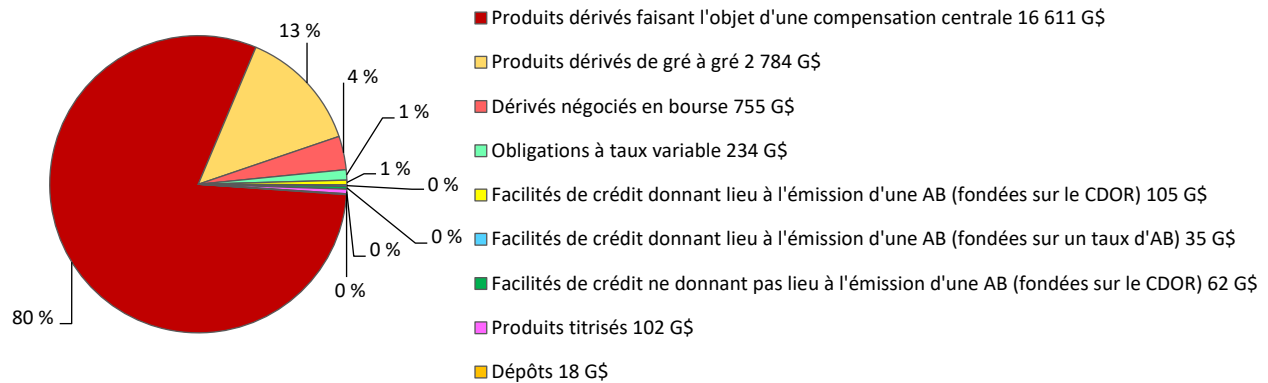
---

<sup>13</sup> Autrefois, le panel CDOR comptait également parmi ses membres Merrill Lynch Canada (jusqu'en 2012), Deutsche Bank Securities Limited (jusqu'en 2014) et la Banque HSBC Canada (jusqu'en 2018).

<sup>14</sup> Les taux proposés en réponse au sondage CDOR constituent des taux référence pour chacune des trois échéances et ne s'appliquent pas à un type d'emprunteur ou à un montant en particulier.

les obligations à taux variable, les prêts et les produits titrisés. Le CDOR est actuellement le principal taux de référence pour toutes les catégories de produits mentionnées<sup>15</sup>. La figure 2 montre la ventilation en pourcentage de l'exposition au CDOR par catégorie de produits.

**Figure 2 – Encours total des produits fondés sur le CDOR (montant notionnel brut)**



Sources : Résultats d'enquête, LCH, CME, SCHL, Bloomberg

Dernière observation : 31 octobre 2020

Au Canada, le CDOR reste un taux de référence important pour les prêts institutionnels, même si ces derniers ne représentent que 1 % de l'exposition notionnelle totale au taux. En effet, à la fin du mois d'octobre 2020, les prêts fondés sur le CDOR atteignaient près de 220 milliards de dollars. Un peu plus de 70 % de ces prêts ont donné lieu à l'émission d'AB et les quelque 30 % restants étaient fondés sur le CDOR, mais consentis au moyen de facilités de crédit ne donnant pas lieu à la création d'une AB.

## 5. Tour d'horizon du marché des acceptations bancaires

Les AB jouent un rôle clé dans le système financier du pays : les prêts par voie d'AB représentent une source majeure de financement pour les moyennes et grandes entreprises canadiennes. Les AB émises sont en effet des actifs à court terme importants pour les investisseurs, notamment les caisses de retraite et les fonds communs de placement du marché monétaire.

### 5.1 Modèle d'octroi de prêts fondés sur des AB

La structure des prêts fondés sur des AB a été créée à l'origine dans les années 1960 pour soutenir la création d'un marché des prêts aux entreprises au Canada. Essentiellement, les facilités de crédit par voie d'AB sont des lignes de crédit engagées que les banques offrent à leurs clients institutionnels et commerciaux : lorsque ces clients tirent sur leur ligne de crédit, un titre à court terme (l'acceptation bancaire) assorti de la même échéance est créé. La banque peut le conserver à son bilan ou le vendre sur le marché<sup>16</sup>. D'un point de vue technique, le processus est le suivant :

<sup>15</sup> Le taux de base d'une banque est le principal taux de référence pour les produits de prêt destinés aux particuliers, dont les lignes de crédit, les marges de crédit hypothécaire et les prêts hypothécaires à taux variable. Il est également utilisé pour certains types de produits de prêts ou de clients commerciaux ou institutionnels.

<sup>16</sup> Les facilités de crédit par voie d'AB sont généralement engagées, mais peuvent ne pas l'être. Par souci de concision, nous les qualifierons de facilités engagées dans le présent document.

- Une société emprunteuse établit une facilité de crédit par voie d'AB, soit une ligne de crédit engagée non utilisée, pour une échéance précise (généralement entre trois et cinq ans).
- Lorsque la société a besoin de financement, elle avise la banque de sa décision de tirer des fonds sur sa facilité de crédit par voie d'AB pour une durée et un montant précis (à hauteur du montant non tiré de la ligne de crédit).
  - Les clients peuvent emprunter des fonds pour une durée de trois ou six mois et, dans certains cas, jusqu'à un an, selon le terme précisé dans la convention de prêt. La majeure partie des emprunts sous forme d'AB ont une échéance d'un mois, car les clients souhaitent réduire le plus possible les coûts d'emprunt. En outre, le risque de refinancement est nul, étant donné la nature engagée de ces facilités. En général, les emprunts sont renouvelés tous les mois.
- Le taux d'intérêt pour ces prêts est habituellement fondé sur le taux CDOR en vigueur, majoré d'une commission d'acceptation.
  - Par exemple, si le CDOR est établi à 0,50 % et que la commission d'acceptation est de 1,00 %, l'emprunteur paiera un taux d'intérêt de 1,50 % sur son prêt pour l'échéance du tirage.
- Une fois que le taux CDOR est établi, la banque autorise le tirage, une AB assortie de la même échéance que le tirage est créée, et la société emprunteuse reçoit les fonds (déduction faite du montant total de l'intérêt dû pour l'échéance du tirage)<sup>17</sup>. L'AB qui vient d'être créée est soit conservée au bilan de la banque, soit transférée dans le stock de titres de la banque ou du courtier pour être vendue sur le marché. Si elle est vendue sur le marché, elle devient un élément de passif de la banque émettrice. Quand un investisseur achète une AB, il ne sait pas quelle société a effectué le tirage qui a donné lieu à la création de cette AB. Cette information n'est en effet pas pertinente, puisque le risque de crédit associé à ce titre est supporté par la banque émettrice.
- Quand les prêts fondés sur des AB ont été instaurés, la vente des AB finançait les tirages sur les prêts. Mais ce n'est plus le cas, du fait des changements apportés aux modèles de financement bancaire pour mieux appairer les éléments d'actif et de passif des banques – des changements qui découlent notamment de la réglementation mise en place au cours des dix dernières années (voir la section 5.2). Lorsque des AB sont vendues sur le marché, c'est surtout pour financer d'autres placements à court terme. Pour répondre à des besoins de financement généraux, les sociétés ont recours à des facilités de crédit par voie d'AB qui sont désormais principalement financées par des dépôts et des engagements à plus long terme, étant donné que la plupart d'entre elles reconduisent leurs AB chaque mois. Il en résulte donc un meilleur appariement entre le comportement des emprunteurs et la nature contractuelle du prêt.

La figure 3 illustre le processus d'émission des AB et les rôles des différents participants.

Dans le cadre de son analyse du taux CDOR, le Groupe de travail sur le TARCOT a interrogé les institutions financières canadiennes à la fin d'octobre 2020 sur leurs expositions au CDOR et aux facilités par voie d'AB à travers les prêts. À cette date, les banques canadiennes avaient avancé quelque 220 milliards de dollars en prêts qui ont donné lieu à l'émission d'AB, ou qui étaient fondés sur le CDOR mais consentis au moyen

---

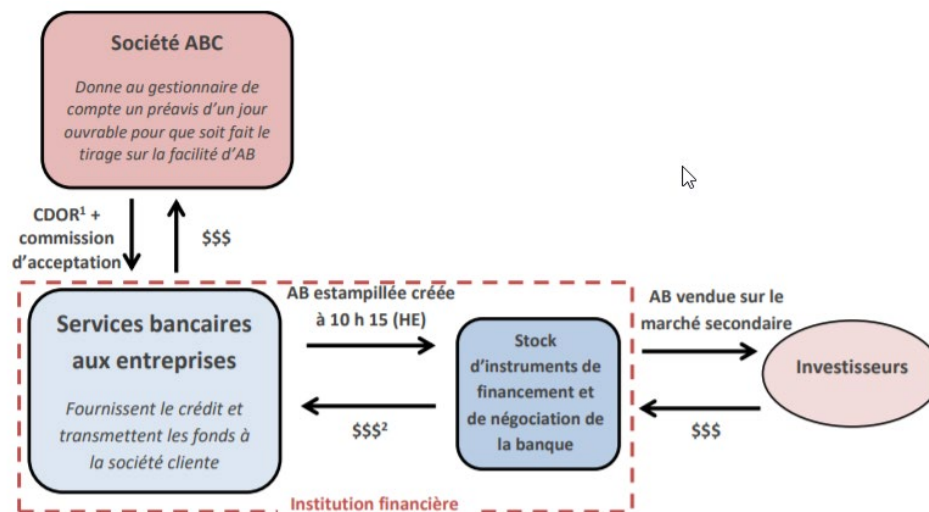
<sup>17</sup> On dit alors que l'AB est « estampillée ». Dans le passé, une acceptation bancaire était une promesse de paiement faite par une société à une banque. Elle était émise sous une forme physique (papier) et la banque estampillait le document. Le billet à ordre de la société devenait ainsi un élément de passif de la banque. Pour en savoir plus, consulter le document [Le marché des acceptations bancaires au Canada : notions de base](#).

de facilités de crédit ne donnant pas lieu à la création d'une AB. Sur cette somme, environ 155 milliards de dollars correspondaient à des prêts fondés sur des AB.

À peu près 94 % des AB ont été émises par les six banques membres du panel CDOR : la Banque de Montréal, la Banque de Nouvelle-Écosse, la Banque Canadienne Impériale de Commerce, la Banque Nationale du Canada, la Banque Royale du Canada et la Banque Toronto-Dominion<sup>18</sup>. La répartition des AB selon leur émetteur a relativement peu varié au fil du temps parmi les banques répondant au sondage CDOR.

La plupart des AB ont une échéance d'un mois, car elles reflètent l'échéance du tirage. Bien que l'échéance du tirage demandé par les sociétés dépende de leurs besoins en trésorerie, des anticipations à l'égard des taux d'intérêt et de la forme de la courbe du CDOR, les sociétés empruntent généralement pour un mois. Ainsi, la majeure partie du volume des émissions d'AB est à un mois, et dans une moindre mesure, à deux et trois mois. En fait, depuis 2015, les AB à un mois représentent environ 90 % du volume quotidien moyen d'AB échangées. La figure 4 illustre les émissions récentes d'AB par échéance.

**Figure 3 : Processus d'émission des AB et utilisation du CDOR**

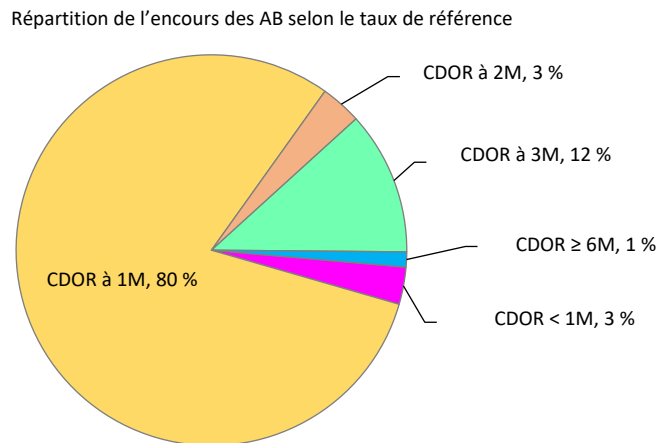


<sup>1</sup> Le taux de référence, soit le Canadian Dollar Offered Rate, est fixé chaque jour à 10 h 15 (HE).

<sup>2</sup> Ce transfert se produit généralement au moment où le CDOR est fixé, à 10 h 15 (HE).

<sup>18</sup> Le reste des AB a été émis en majeure partie par la Banque HSBC Canada, qui s'est retirée du panel CDOR en janvier 2018.

**Figure 4 : Acceptations bancaires (passif)**



Source : Données d'enquête

Dernière observation : 31 octobre 2020

## 5.2 Incidence des règles de Bâle III

Après la crise financière mondiale, les autorités internationales ont cherché à améliorer la résilience du système financier mondial en réduisant la dépendance des banques à l'égard du financement de gros à court terme. L'établissement des règles de Bâle III a été l'une des principales composantes de cette démarche. En effet, les règles ont, entre autres, établi des niveaux de liquidité minimaux et des ratios de levier maximaux et aussi encouragé le recours à un financement plus stable et à plus long terme des actifs des banques. Certaines des dispositions de Bâle III, notamment celles qui concernent le ratio de liquidité à court terme (LCR) et le ratio structurel de liquidité à long terme (NSFR), ont rendu l'octroi de prêts fondés sur des AB plus exigeant en fonds propres et en liquidité. De façon générale :

- L'établissement d'une facilité de crédit par voie d'AB crée un engagement au bilan ayant une incidence sur ces ratios.
- Les tirages sur les facilités de crédit par voie d'AB nécessitent un certain pourcentage de financement à long terme pour satisfaire aux exigences des LCR et des NSFR.
- La vente d'AB donne lieu à une sortie de fonds devant être financée lorsque l'AB arrive à échéance à l'intérieur de la période de 30 jours visée par le LCR.

L'ensemble de ces règles a fait des AB un outil de financement moins efficace, principalement parce qu'elles ont généralement une échéance d'un mois seulement. Même si ces nouvelles règles ont rendu les banques plus résilientes, elles ont eu une conséquence indésirable, à savoir de menacer la viabilité à long terme du modèle des prêts fondés sur des AB comme instrument de financement, lequel n'est encore utilisé qu'au Canada. Par exemple, l'exigence de Bâle III selon laquelle les banques doivent maintenir un LCR de plus de 100 % a une incidence sur les AB vendues sur le marché, étant donné que les passifs arrivant à échéance dans moins d'un mois sont considérés comme de possibles retraits aux fins du LCR et doivent donc être adossés à des actifs liquides de haute qualité<sup>19</sup>. Comme la plupart des AB ont une échéance d'un mois, la plupart se retrouvent dans cette catégorie. Par conséquent, pour chaque dollar

<sup>19</sup> Les actifs liquides de haute qualité, de par leur nature propre, ont un rendement inférieur à d'autres actifs dans lesquels les banques pourraient investir.



émis en nouvelles acceptations bancaires vendues sur le marché, la banque doit retenir un dollar en actif liquide de haute qualité pour éviter les répercussions négatives sur son LCR. Les banques sont ainsi moins incitées à vendre des AB, ce qui réduit la disponibilité de ces produits pour les investisseurs.

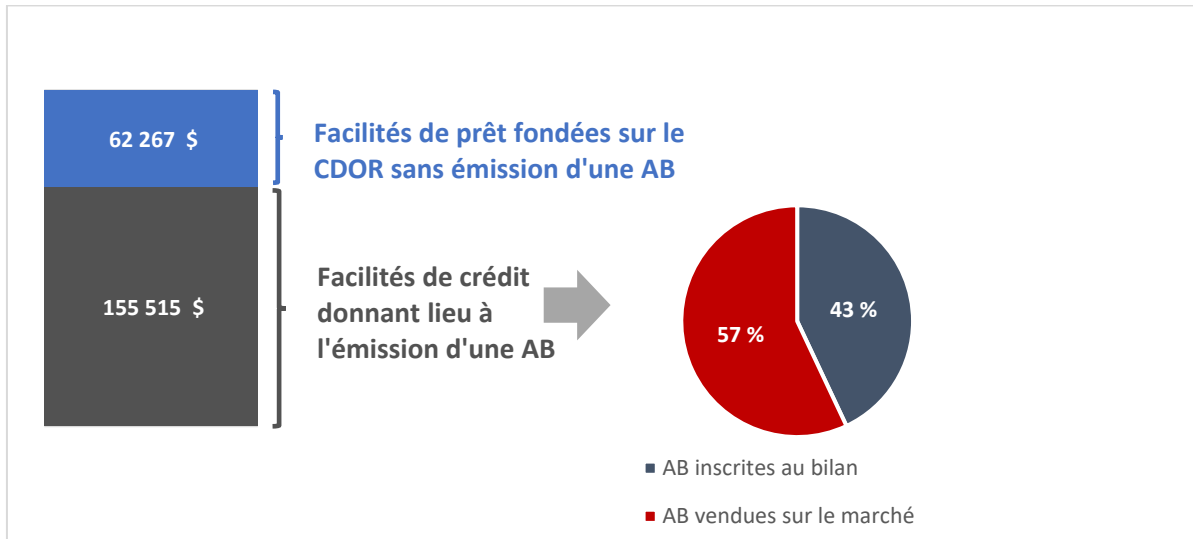
À la suite de ces changements réglementaires, les banques ont commencé de plus en plus à a) offrir des prêts fondés sur le CDOR ne donnant pas lieu à la création d'une AB, b) conserver davantage d'AB dans leur bilan et c) émettre des instruments d'emprunt à plus long terme au lieu de vendre des AB. Ce passage à des prêts sans création d'AB est un phénomène récent motivé par l'attrait moindre du modèle traditionnel des prêts fondés sur des AB, mais aussi par une façon de faire correspondant mieux à la structure de prêt courante dans d'autres grandes économies. Les résultats de l'enquête du Groupe de travail sur le TARCOT auprès des principaux prêteurs canadiens ont montré que les banques se répartissent en gros en trois catégories en ce qui concerne leur utilisation des prêts ne donnant pas lieu à l'émission d'AB :

- i. les banques dont environ 85 % des prêts fondés sur le CDOR ont donné lieu à la création d'AB,
- ii. les banques dont environ 65 % des prêts fondés sur le CDOR ont donné lieu à la création d'AB, et
- iii. les banques dont les prêts fondés sur le CDOR n'ont pas donné lieu à la création d'AB.

Le Groupe de travail a également constaté que les banques du deuxième groupe faisaient auparavant partie dans une large mesure du premier groupe, mais qu'elles ont commencé de plus en plus à offrir des facilités de prêt fondées sur le CDOR sans émission d'une AB, étant donné que des clients du secteur des infrastructures et certaines petites entreprises du secteur commercial préfèrent obtenir des prêts fondés sur le CDOR sans avoir à renouveler leur financement chaque mois, comme dans le cas du financement par voie d'AB. Le troisième groupe est principalement composé de plus petites banques canadiennes et de banques étrangères présentes au Canada.

Les banques ont aussi de plus en plus gardé inscrites à leur bilan les AB créées par l'effet des tirages, au lieu de les vendre sur le marché. Actuellement, environ 43 % des AB créées demeurent inscrites au bilan; cette tendance a commencé à s'accroître en 2016-2017 et tient surtout aux coûts réglementaires croissants liés au financement de gros à court terme des banques dont il a été question précédemment. La figure 5 présente la ventilation des prêts fondés sur le CDOR.

**Figure 5 – Prêts fondés sur le CDOR (en millions de dollars canadiens, au 31 octobre 2020)**



Source : Données d'enquête

Dernière observation : 31 octobre 2020

### 5.3 Interconnexions entre les AB et le CDOR

Les AB sont intrinsèquement liées au CDOR, du fait que ce taux a été créé pour soutenir le modèle de l'octroi de prêts fondés sur des AB : c'est un taux auquel les banques sont disposées à consentir des prêts demeurant inscrits à leur bilan à leur clientèle d'entreprises. Le niveau auquel les AB sont vendues sur le marché secondaire est par ailleurs un facteur important dans le processus décisionnel d'une banque participant au sondage CDOR. Une distinction importante s'impose cependant : bien que le taux auquel se négocie une AB sur le marché soit le taux qu'un investisseur devra déboursier pour détenir un instrument de crédit bancaire à court terme (c'est-à-dire le taux des AB), ce n'est pas celui auquel la banque octroiera des prêts demeurant inscrits à son bilan dans le cadre d'une facilité de crédit par voie d'AB (c'est-à-dire le taux CDOR). L'écart entre le niveau où se négocient les AB et celui auquel le taux CDOR est établi s'appelle « écart AB/CDOR ». L'ampleur de cet écart est influencée par les facteurs dont tient compte le répondant au sondage CDOR lorsqu'il exerce son jugement d'expert pour déterminer le taux CDOR, entre autres :

- l'offre et la demande d'autres instruments du marché monétaire;
- le coût du financement à terme des banques (écarts de crédit des banques);
- les mesures de politique monétaire exceptionnelles;
- la réglementation bancaire;
- l'offre et la demande d'AB;
- les tensions sur les marchés financiers.

### 5.4 Usages des AB

#### **Les facilités de crédit par voie d'AB sont des produits de crédit aux entreprises très utilisés**

Les facilités de crédit par voie d'AB sont une importante source de financement pour les entreprises canadiennes. Elles forment une source fiable de financement engagé et permettent ainsi aux emprunteurs de tirer des fonds sur leur ligne de crédit pour des périodes déterminées. Ce mécanisme donne la possibilité aux entreprises de réduire au minimum l'excédent de trésorerie dont elles disposent à tout

moment. La plupart renouvellent leurs emprunts fondés sur des AB chaque mois afin de limiter le plus possible l'encours de leurs prêts.

Au cours des discussions qu'elles ont eues avec le Groupe de travail sur le TARCOT, les entreprises emprunteuses ont indiqué que les facilités de crédit par voie d'AB constituaient une source de financement intéressante, surtout parce qu'elles permettent d'emprunter des fonds pour une période donnée (p. ex., un mois ou trois mois) à un taux connu d'avance. Elles sont aussi, en général, plus économiques qu'un mode de financement indexé sur le taux de base<sup>20</sup>. Un autre aspect important tient à la facilité avec laquelle les emprunteurs peuvent au besoin couvrir l'emprunt créé en échangeant un taux variable contre un taux fixe au moyen d'un swap de taux d'intérêt (surtout si le taux applicable repose sur le CDOR). Les entreprises consultées ont également indiqué qu'elles faisaient un suivi attentif de leurs coûts d'emprunt et qu'elles envisageraient volontiers d'autres formes de crédit si celles-ci offraient les mêmes caractéristiques que les emprunts par voie d'AB, et à plus forte raison si elles étaient fondées sur un taux à terme prospectif ou si elles étaient susceptibles de réduire globalement leurs coûts d'emprunt. Ces sociétés souhaitaient également avoir la possibilité de couvrir efficacement leurs risques grâce à des opérations de couverture faisant intervenir un des nouveaux taux de référence. L'AB créée par l'effet du tirage sur la facilité de crédit n'était pas un aspect de la structure de leur facilité de prêt auquel la plupart des emprunteurs attachaient de l'importance.

### **Les AB occupent une place importante sur le marché monétaire canadien**

Les AB constituent d'importants actifs financiers à court terme : elles comptent actuellement pour environ 20 % de l'encours nominal des titres du marché monétaire canadien (figure 6), ce qui en fait le deuxième segment de ce marché, derrière les bons du Trésor du gouvernement du Canada. Elles représentent le gros des produits à un mois disponibles sur ce marché. Des entités diverses investissent dans les AB, dont les compagnies d'assurance, les caisses de retraite, les fonds de placement du marché monétaire<sup>21</sup>, les sociétés, les services de trésorerie des banques, les organismes publics et les gestionnaires d'actifs. Pour ces investisseurs, les AB offrent un rendement intéressant par rapport à d'autres actifs à court terme, y compris les bons du Trésor émis par le gouvernement fédéral et les provinces, tout en étant quand même hautement liquides et bien notées (puisqu'elles ont la même note de crédit que la banque émettrice)<sup>22</sup>.

---

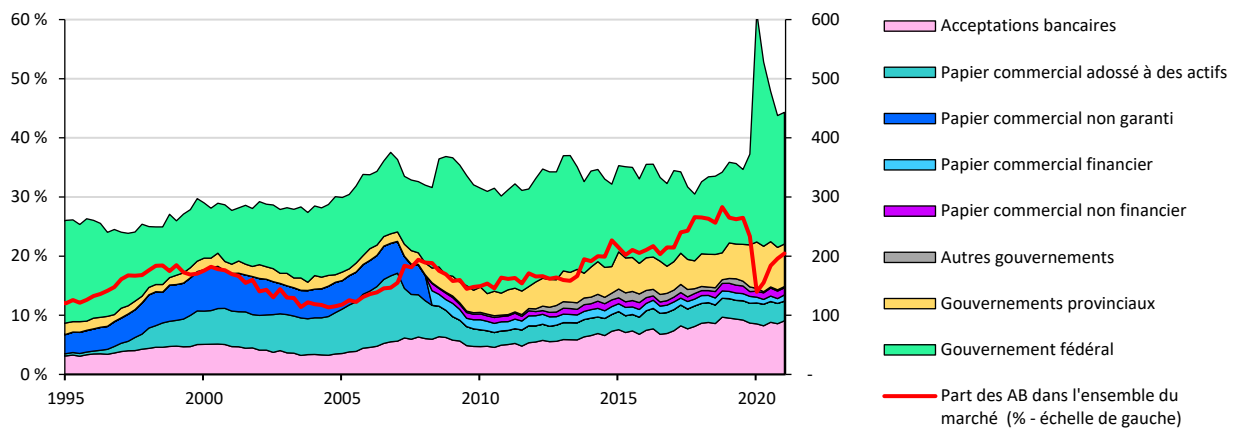
<sup>20</sup> La plupart des emprunteurs peuvent avoir accès autant à des facilités de crédit par voie d'AB qu'à des lignes de crédit indexées sur le taux de base. Bien que ces lignes de crédit soient généralement plus onéreuses que les facilités de crédit par voie d'AB, elles sont aussi habituellement remboursables en tout temps. Par conséquent, les emprunteurs ont tendance à recourir aux facilités indexées sur le taux de base pour répondre à leurs besoins de financement à très court terme (quelques jours), et aux facilités par voie d'AB pour leurs besoins particuliers de durée fixe, ainsi que pour leurs besoins de plus longue durée, puisque ce type de financement peut être renouvelé au besoin.

<sup>21</sup> Le *Règlement 81-102* encadre les fonds du marché monétaire et prévoit des dispositions relatives aux exigences minimales de liquidité, aux échéances maximales, aux restrictions en matière de concentration en titres d'un émetteur et d'autres dispositions qui limitent beaucoup le bassin d'actifs disponibles aux investisseurs. Les AB représentent en cela une option importante pour ces fonds.

<sup>22</sup> Ainsi, depuis 2019, les rendements des AB ont dépassé d'environ 20 points de base ceux des bons du Trésor du gouvernement du Canada.

## Figure 6 : Évolution des instruments du marché monétaire

Valeur de marché des effets à court terme en fin de trimestre, par secteur (G\$ - échelle de droite)<sup>1</sup> et part des AB dans l'ensemble du marché (% - échelle de gauche)



<sup>1</sup> Nota : L'encours des AB est inscrit aux bilans consolidés des banques auprès du BSIF, puis est déduit du passif en effets à court terme du secteur « Banques à charte et quasi-banques ».

Sources : Statistique Canada, Tableau 36-10-0580-01, Comptes du bilan national; BSIF (bilans consolidés des banques); DBRS Morningstar

Dernière observation : 2021T2

Dans le cadre de ses travaux, le Groupe de travail sur le TARCOT a voulu mieux comprendre pourquoi les investisseurs achètent des AB et a réuni à cette fin un certain nombre d'entre eux dans un atelier. Ces investisseurs ont mis en avant deux des principaux attraits des AB, soit leur notation en tant que titres d'emprunt émis par des banques et les intervalles rapprochés de leurs échéances (la plupart des AB ayant des échéances d'un mois ou moins), lesquelles leur permettent de mieux échelonner leurs placements en fonction d'éventuels besoins de trésorerie quotidiens.

Le Groupe de travail a aussi discuté des substituts possibles aux AB avec ces investisseurs. Bien que d'autres instruments jouent aussi un rôle important dans leurs portefeuilles de titres à court terme, ceux-ci n'étaient pas perçus comme de parfaits substituts aux AB. Certains investisseurs assujettis à la réglementation des ACVM, en particulier le *Règlement 81-102*, ont aussi mentionné qu'elle restreignait le choix d'autres instruments du marché monétaire dans lesquels ils pourraient investir. Les instruments du marché monétaire suivants pourraient être envisagés en remplacement des AB :

- **Bons du Trésor du gouvernement du Canada** – Les bons du Trésor canadiens constituent une solution de rechange viable, car ils forment le plus gros segment du marché monétaire canadien, ils sont émis à intervalles réguliers et sont liquides. Leur rendement est cependant très inférieur à celui des AB. À l'heure actuelle, ils ne sont émis que pour les échéances de trois, six et douze mois, si bien qu'il n'y a pas assez de bons du Trésor à plus court terme (un mois) sur le marché secondaire.
- **Bons du Trésor provinciaux** – Ils constituent aussi une option viable, mais comme les bons du Trésor du gouvernement du Canada, ils sont émis pour de plus longues échéances. Leur fréquence d'émission est en revanche moins régulière.
- **Papier commercial adossé à des actifs (PCAA)** – Le PCAA constitue le quatrième segment en importance du marché monétaire canadien. S'il offre un rendement légèrement supérieur à celui des AB, son émission dépend de la croissance des actifs qui sous-tendent le programme de titrisation.
- **Papier commercial** – Le papier commercial est vu au mieux par les investisseurs comme un substitut partiel aux AB, car peu d'entreprises ont des notes de crédit aussi bonnes que celles des

émetteurs d'AB, et leur émission dépend des besoins particuliers de ces entreprises. Par conséquent, les émissions de papier commercial n'ont pas les qualités de fréquence et de continuité que l'on retrouve dans les émissions d'AB.

- **Prises en pension à plus d'un jour** – Bien qu'elles puissent constituer une option viable pour certains investisseurs avertis, les prises en pension à plus d'un jour sont des opérations financières, mais non une catégorie de titres négociables. Il en résulte que les investisseurs qui y recourraient devraient être en mesure de procéder aux deux volets des opérations de pension, à savoir la prise en pension (pour placer des liquidités) et la cession en pension (pour se procurer des liquidités), afin de gérer leurs besoins de liquidités. Ces opérations présentent aussi un degré de complexité plus élevé sur le plan opérationnel que les titres du marché monétaire conventionnels, notamment du point de vue de l'évaluation quotidienne des titres cédés en garantie (calcul des marges). Il s'agit cependant d'un mode de financement garanti, et donc potentiellement moins risqué. Le rendement offert dépend du type de contrepartie à l'opération et des titres servant de garantie.
- **Comptes de dépôt** – Option potentiellement intéressante, les comptes de dépôt exigent cependant des investisseurs qu'ils ouvrent un compte auprès de l'une des institutions de dépôt, ce qui était perçu comme une démarche fastidieuse compte tenu des règles régissant l'ouverture de comptes (procédure « Bien connaître son client »). Des frais de retrait par anticipation peuvent également s'appliquer aux dépôts à terme.
- **Billets de dépôt au porteur** – Ces billets étaient perçus comme une forme d'instrument de crédit équivalente aux AB puisqu'ils sont émis par les mêmes entités. Toutefois, les billets de dépôt au porteur sont généralement assortis d'échéances plus longues (allant normalement de trois mois à un an). Compte tenu de ce fait et de la taille actuellement restreinte de la clientèle de ces titres, ceux-ci étaient perçus par certains investisseurs comme moins liquides que les AB à plus court terme<sup>23</sup>.
- **Instruments de marchés monétaires étrangers assortis d'un swap de devises** – Ces instruments étaient perçus comme une option viable pour les investisseurs avertis, mais leur attrait dépend des écarts de change entre le dollar canadien et les autres monnaies considérées.

Bien que les investisseurs aient clairement indiqué qu'ils préféreraient continuer d'acheter des AB, la plupart étaient d'accord pour dire qu'il leur faudrait envisager d'autres possibilités en cas de forte baisse des volumes d'émission d'AB et qu'ils se tourneraient alors sans doute vers une combinaison d'instruments cités plus haut. Ils ont aussi dit souhaiter voir de nouvelles solutions apparaître et les obstacles à l'utilisation de ces autres instruments, qu'ils soient d'ordre réglementaire ou propres aux entreprises, atténués ou même levés. Les services de trésorerie des banques ont pour leur part signalé que si leurs émissions d'AB devaient diminuer, elles augmenteraient leurs émissions de billets de dépôt au porteur à plus long terme, comme ce qui s'est produit en Australie, où les émissions d'AB à court terme ont fait place aux émissions de certificats de dépôt négociables à plus long terme. Le Groupe de travail est toutefois conscient qu'il n'y a pas, à l'heure actuelle, d'instrument qui pourrait à lui seul remplacer l'AB à un mois si les émissions de cette AB diminuaient encore ou cessaient.

---

<sup>23</sup> Les AB sont aussi actuellement soumises à un traitement réglementaire moins contraignant que les billets de dépôt au porteur aux fins du calcul du ratio structurel de liquidité à long terme (NSFR) dans le dispositif de Bâle III.

## 6. CDOR : comparaisons avec d'autres taux utilisés dans le monde

Ces dernières années, des taux de référence utilisés ailleurs dans le monde comme le LIBOR, l'Euribor et le BBSW ont fait l'objet d'importantes réformes. Ces taux de référence qui, comme le CDOR, reflètent le risque de crédit des banques, ont été transformés et rendus conformes aux pratiques optimales internationales en matière de conception des taux de référence. Cette mise en conformité a consisté notamment à faire reposer le plus possible la fixation de ces taux sur des transactions conclues dans des conditions normales de concurrence, en s'appuyant soit sur un ordre de priorité bien défini des données à considérer, à commencer par les transactions, soit essentiellement sur des transactions réalisées ou sur des cours exécutables, ce qui a nécessité une restructuration complète du marché monétaire du pays concerné. Toutefois, même quand la conception et le dispositif de surveillance du taux de référence ont été passablement modifiés, des banques se sont retirées des panels de banques déclarantes, ce qui, dans le cas du LIBOR, conduira à son abandon (la majorité des banques déclarantes ayant signifié leur intention de mettre fin à leur participation volontaire au panel).

### **LIBOR**

Le LIBOR a été l'un des premiers taux de référence des marchés interbancaires à faire l'objet d'une réforme. Les suspicions de manipulation de ce taux ont débouché en 2012 sur la publication du rapport Wheatley sur le LIBOR. Ce rapport renferme une série de recommandations fondamentales destinées à rendre le LIBOR plus robuste, notamment en changeant d'administrateur et en chargeant le nouveau d'établir une hiérarchie (un ordre de priorité) des données à considérer pour la fixation du taux, en donnant la priorité aux opérations et aux cours exécutables plutôt qu'au jugement d'expert.

Ces recommandations ont été rapidement mises en œuvre. L'administration du LIBOR a été confiée à ICE Benchmark Administration (IBA) en 2014. Pour donner suite aux autres recommandations du rapport Wheatley, l'IBA a publié en 2016 une feuille de route prévoyant expressément l'adoption d'une méthodologie dans laquelle le taux de référence aux différentes échéances est fixé sur la base des transactions selon trois niveaux de données à considérer dans un ordre précis. Cette méthode a été employée à compter de 2019. Elle consiste à utiliser d'abord les données recueillies sur les transactions admissibles mêmes ou, en l'absence de celles-ci, les données dérivées des données transactionnelles ou, à défaut de disposer de ces deux types de données, le jugement d'expert sur les données de marché et les données dérivées, formulé sur la base de la procédure interne approuvée de la banque et un ensemble de données autorisées par l'IBA.

## Encadré 1 : L'ordre de priorité des données dans la méthodologie de l'IBA<sup>24</sup>

**Niveau 1 (données transactionnelles)** – Lorsqu'une banque participante au panel a suffisamment de transactions admissibles comptabilisées, un cours moyen pondéré est calculé en fonction du volume auquel ces transactions admissibles ont été réalisées, un poids plus important étant accordé aux transactions saisies à l'approche de 11 h, heure de Londres. Les critères d'admissibilité des transactions sont établis par l'IBA.

**Niveau 2 (données dérivées des données transactionnelles)** – Lorsqu'une banque participante n'a pas suffisamment de transactions admissibles comptabilisées pour produire des données de niveau 1, elle s'efforcera de produire des données dérivées des données transactionnelles, y compris des données historiques sur les transactions admissibles ajustées pour tenir compte des mouvements du marché et pondérées en fonction du temps, ainsi que des interpolations linéaires. Les critères d'admissibilité des données dérivées sont établis par l'IBA.

**Niveau 3 (jugement d'expert)** – Lorsqu'une banque participante n'a pas suffisamment de transactions admissibles comptabilisées pour fournir des données de niveau 1 ou de niveau 2, elle produira le taux auquel elle pourrait se financer à 11 h, heure de Londres, en prenant comme marché de référence le marché du financement de gros non garanti. Chaque banque s'entend avec l'IBA sur sa méthode de production de données de niveau 3, son taux étant fondé sur des données transactionnelles, des instruments de marchés connexes, les cours affichés par les courtiers et d'autres observations.

Les données de niveau 1 et de niveau 2 sont obtenues par des calculs qui reposent sur une méthode commune à toutes les banques participantes. L'appréciation discrétionnaire de ces dernières n'intervient pas dans la détermination de ces données. La banque participante doit produire des données de niveau 1 ou 2 (données transactionnelles) dès que les minimums applicables à ces données sont atteints.

Les données de niveau 3 produites par les banques doivent reposer sur leurs procédures approuvées à l'interne, et sur l'information que l'IBA permet d'utiliser. Les banques doivent revoir cette méthode chaque fois que les conditions du marché l'exigent afin de produire en tout temps des données crédibles et robustes en réponse au sondage LIBOR.

Les organismes de réglementation ont aussi pris des mesures pour resserrer la surveillance du LIBOR en le désignant comme indice de référence critique en vertu du règlement européen sur les indices de référence, en décembre 2017. Il a de ce fait été soumis à un ensemble d'exigences réglementaires plus strictes, dont l'adoption a institué bon nombre des principes de l'OICV.

Même si des améliorations notables ont été apportées à la méthode de calcul et à la surveillance du LIBOR, bon nombre de banques participantes ont dit quand même souhaiter se retirer du panel de banques contribuant à sa fixation, en partie à cause du nombre insuffisant de transactions sur lesquelles s'appuyer pour fournir des données. En conséquence, le LIBOR cessera d'être publié pour plusieurs des échéances à la fin de 2021, les principales échéances restantes pour le dollar américain devant cesser d'être publiées après juin 2023.

---

<sup>24</sup> Tel qu'il est présenté dans la [documentation de l'IBA sur le LIBOR](#).

## **Euribor**

L'essentiel de la réforme de l'Euribor a été lancé après la désignation de ce taux comme indice de référence critique aux termes du règlement européen sur les indices de référence en 2016. L'administrateur de l'Euribor, l'European Money Markets Institute (EMMI), a élaboré pour le sondage LIBOR une « méthode hybride » basée sur un processus de priorisation déterminée par les transactions, très semblable à celle qui a été mise au point pour le LIBOR. Après avoir mené deux consultations, l'EMMI a introduit graduellement cette méthode en 2019.

## **BBSW (Australian Bank Bill Swap Rate)**

Comme nous l'exposons dans l'encadré 2, la réforme du taux BBSW australien présente un intérêt particulier pour le Canada dans la mesure où il est également conçu selon un modèle d'octroi de prêts fondés sur des AB, très semblable au modèle canadien. Une des principales différences entre les deux taux tient au fait qu'à l'origine, le BBSW (qui est aussi un taux basé sur un sondage), était représentatif du taux auquel se négociaient les Prime Bank Bills (les « acceptations bancaires » australiennes) : il s'agissait d'un taux *emprunteur* (comme le LIBOR et l'Euribor) et non d'un taux *prêteur* comme l'est le CDOR, par définition. La définition des *bank bills* a été élargie aux certificats de dépôt négociables (en plus des AB) dans les années 1990. Après le retrait de quatre banques participant au panel du BBSW en 2013, la méthode du sondage a été remplacée par une méthode « meilleurs cours acheteur et vendeur domestiques » (NBBO), c'est-à-dire fondée sur les cours acheteurs et vendeurs exécutables pour le papier bancaire de premier ordre sur le marché interbancaire.

Ce taux a fait l'objet d'une nouvelle réforme en 2018 pour remédier à la baisse de liquidité aux alentours de l'heure d'établissement du taux. L'Australian Securities Exchange (ASX), le nouvel administrateur du BBSW, a commencé à calculer directement ce taux en faisant la moyenne pondérée en fonction du volume des prix de toutes les transactions sur papier bancaire de premier ordre admissibles effectuées sur les marchés primaire et secondaire pendant la plage élargie d'établissement du taux, d'après les réponses au sondage fournies en respectant une hiérarchie des données à plusieurs niveaux. Dans un même temps, la définition du marché de référence pour la détermination du BBSW, qui se limitait aux opérations interbancaires, a aussi été élargie de façon à inclure un plus large éventail de contreparties (secteur privé, fonds d'investissement gouvernementaux, etc.). Pour permettre ce changement méthodologique, le marché monétaire australien, où la négociation s'effectuait jusque-là de façon bilatérale de vive voix, a été complètement transformé en un marché purement électronique sur lequel les transactions, exécutées à partir de plateformes désignées, sont concentrées dans la plage d'établissement du BBSW.



## Encadré 2 – La transformation du financement bancaire à court terme en Australie et son incidence sur la réforme du BBSW

Dans le cadre de ses travaux sur l'avenir du taux CDOR, le Groupe de travail sur le TARCOT a mené une série de discussions avec les autorités de réglementation et les acteurs de marché australiens pour comprendre les facteurs à l'origine de la réforme du BBSW, un taux de référence australien. Ce taux a été conçu au départ à la manière du CDOR : les deux reposent sur les taux fournis en réponse à un sondage servant à établir le taux de prêts par voie d'AB. Ils se distinguent cependant sur un point important, soit le côté du marché qu'ils reflètent. Alors que l'administrateur du CDOR demande aux banques participantes *le taux d'intérêt auquel les banques acceptent de prêter des fonds à leurs clients qui ont déjà conclu avec elles une convention de prêt par voie d'AB*, l'administrateur du BBSW demandait aux banques participantes *le taux auquel elles pouvaient vendre leurs bank bills (titres assimilables à des AB) sur le marché*.

Centrée sur le marché des AB, la transformation fondamentale du marché australien a commencé lentement. Comme au Canada, le prélèvement de fonds sur les facilités de crédit par voie de *bank bills* australiens donnait lieu à la création d'AB vendues sur le marché pour financer les prêts. Ces AB avaient généralement une échéance d'un mois, la tendance des emprunteurs étant de procéder à un nouveau tirage chaque mois. Dans les années 1990, les banques australiennes ont commencé à ne plus recourir aux AB pour financer les tirages sur les facilités de crédit et à se tourner plutôt vers la vente de certificats de dépôt négociables (les *NCD*, l'équivalent des billets de dépôt au porteur canadiens) de plus long terme, tout en conservant à leur bilan une part croissante des AB créées. Dès la fin des années 1990, le volume d'émission de *NCD* dépassait largement celui des AB.

L'encours de prêts fondés sur des acceptations n'a cependant pas cessé d'augmenter, atteignant un sommet de 150 000 milliards de dollars australiens en 2009, mais les banques se sont mises à en vendre de moins en moins et à les garder inscrites à leur bilan. Comme nous le mentionnions, ces AB ont été graduellement remplacées par des *NCD* à plus long terme. La réforme réglementaire engagée dans le sillage de la crise financière a accéléré le mouvement, si bien que les banques ont fini par cesser complètement de consentir des crédits par voie d'AB. En conséquence, la détermination du BBSW repose aujourd'hui exclusivement sur les *NCD*.

Abstraction faite des différences d'ordre conceptuel, l'évolution du CDOR et des AB au Canada jusqu'à la période d'après-crise présente des similitudes frappantes avec ce qui a été observé en Australie. En raison de ces différences conceptuelles, il aurait été cependant très difficile, voire impossible, que le CDOR passe à l'étape ultime, franchie par le BBSW, qui l'aurait transformé en un taux de référence reposant entièrement sur des transactions.

## 7. Réglementation et surveillance des taux de référence au Canada

### Contexte international

Au cours des dix dernières années, des régimes réglementaires pour les indices financiers de référence ont vu le jour un peu partout dans le monde, à commencer par le Royaume-Uni en 2012 à la suite du « [rapport Wheatley sur le LIBOR](#) », après que l'intégrité du LIBOR ait été remise en question. En 2013, l'OICV a publié un ensemble de 19 principes applicables aux indices financiers de référence, établissant

ainsi un dispositif général d'encadrement de ces indices, y compris des modalités de gouvernance de leurs administrateurs et des établissements participants à leur fixation (dans le cas des taux de référence fondés sur un sondage). Ces principes fournissent des indications sur la structure des indices de référence et insistent notamment sur le fait qu'ils doivent être déterminés autant que possible à partir d'opérations réalisées dans des conditions normales de concurrence sur un marché actif. Ces principes constituent un socle commun pour l'établissement de toutes les réglementations nationales, y compris celles de l'Union européenne. Le règlement de l'Union européenne sur les indices de référence (« BMR ») a été adopté en 2016 et est entré en vigueur en 2018. Le règlement BMR de l'Union européenne est considéré comme le modèle par excellence pour l'élaboration des règlements sur les indices de référence et constitue le fondement de la nouvelle réglementation canadienne.

### **Réglementation régissant les taux de référence et surveillance de l'administration de ces taux**

Le cadre de surveillance canadien est composé de trois éléments : le cadre de supervision du Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF), le Règlement sur les indices de référence et administrateurs d'indices de référence désignés adopté par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières canadiennes (ACVM) et le code de conduite de la société Refinitiv auquel sont soumis les banques participant au sondage CDOR.

Le premier élément de ce cadre traite de la gouvernance et de la gestion des risques entourant le processus de participation au sondage CDOR : publiée en septembre 2014, la Ligne directrice [E-20](#) porte sur les réponses au sondage sur le taux de référence CDOR. Il y est question des exigences précises auxquelles doivent se plier les banques déclarantes en matière de gouvernance, de contrôle interne et d'audit interne, ainsi que des évaluations du BSIF.

Le [Règlement 25-102](#) des ACVM constitue le deuxième élément du cadre. Inspiré du règlement de l'Union européenne, ce règlement a été adopté en avril 2021 par les autorités en valeurs mobilières de sept provinces canadiennes, et par les autorités de deux territoires du pays ensuite. Le règlement énonce les exigences que doivent respecter les administrateurs des indices de référence, les banques participant à leur fixation et certains usagers de ces indices désignés par les autorités de réglementation provinciales comme étant des usagers assujettis. Il est destiné à améliorer la base juridique sur laquelle les autorités de réglementation provinciales du commerce des valeurs mobilières peuvent s'appuyer pour prendre des mesures de coercition ou d'autres mesures réglementaires à l'encontre de ces parties.

Le [Règlement 25-102](#) établit un régime fondé sur la notion de désignation. Lorsqu'un indice de référence en vient à jouer un rôle économique important, le [Règlement 25-102](#) prévoit qu'il peut être désigné comme « essentiel » et soumis à une surveillance réglementaire plus étroite, comme dans la réglementation européenne. Le 15 septembre 2021, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et l'Autorité des marchés financiers (AMF; Québec) ont fait du CDOR un « indice de référence essentiel désigné » et de Refinitiv Benchmark Services (UK) Limited (RBSL) un « administrateur d'indice de référence désigné ». Ces désignations constituent une évolution notable : même si le CDOR et son administrateur étaient jusqu'alors soumis à la supervision des autorités du Royaume-Uni (RBSL a son siège dans ce pays), cet indice n'était pas considéré comme essentiel (« critique » dans la réglementation européenne), étant donné son rôle limité dans les transactions des entités de ce pays. Des taux comme le LIBOR et l'Euribor, eux, sont considérés comme essentiels par les autorités compétentes des pays ou territoires où ces taux servent d'indices de référence.

Le code de conduite de RBSL applicable aux banques participant au sondage CDOR dont il était question au paragraphe 4.2 est le troisième élément du cadre de surveillance des taux de référence au Canada. Ce code a été initialement publié à l'instigation des banques participantes mêmes en 2013-2014, sous l'égide de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM). Les banques qui participent à la fixation du CDOR ont accepté d'adhérer à ce code, qui prévoit des normes minimales à observer concernant la méthode de réponse au sondage, la surveillance interne et la conservation des dossiers. Thomson Reuters (Refinitiv) en a ensuite fait son code de conduite lorsque cette société est devenue l'administrateur du CDOR à la fin de 2014. En septembre 2021, Refinitiv en a publié une [nouvelle](#) version, qui tient compte de l'introduction du *Règlement 25-102*. Les six banques participantes ont attesté qu'elles allaient se conformer au nouveau code.

## 8. Le taux CDOR et les bonnes pratiques internationales applicables aux indices de référence

L'analyse du Groupe de travail sur le TARCOT portait surtout sur l'efficacité et la résilience du CDOR dans l'avenir, mais aussi sur la mesure dans laquelle ce taux répond aux nouvelles normes internationales, plus strictes, auxquelles les indices de référence sont maintenant censés répondre.

Les changements qui ont été apportés récemment au CDOR ne visaient pas tant sa structure sous-jacente, dont le marché des AB, que le processus de participation au sondage. Celui-ci fait l'objet d'une surveillance accrue, notamment par suite de la publication initiale en 2014 d'un code de conduite par l'OCRCVM et de nouvelles lignes directrices du BSIF cette même année. Il reste qu'une analyse plus exhaustive de l'architecture sur laquelle repose le CDOR était jugée prudente, compte tenu des réformes de la réglementation bancaire menées à l'échelle internationale et des changements qui avaient été apportés au processus de réponse au sondage d'autres grands taux de référence sensibles au crédit utilisés dans le monde.

L'analyse effectuée par le Groupe de travail sur le TARCOT fait ressortir quatre aspects de l'architecture du CDOR qui sont susceptibles de constituer des sources de risque importantes pour la robustesse future de ce taux de référence. Nous les exposons en détail ci-après.

### 8.1 Transparence

En raison de la façon dont le CDOR est construit et de son rôle comme taux prêteur, son mode de fixation manque de transparence. En conséquence, il est impossible pour les investisseurs de répliquer le CDOR publié ou d'investir dans celui-ci. Ce n'est pas le cas d'autres indices de référence sensibles au crédit utilisés dans le monde, comme le BBSW, qui sont des taux emprunteurs et qui, par conséquent, sont maintenant plus étroitement liés à des transactions effectivement réalisées dans des conditions normales de concurrence.

La plupart des taux de référence utilisés ailleurs dans le monde sont passés à une méthode de fixation reposant sur des transactions soit dans une large mesure (c'est-à-dire prévoyant un ordre de priorité des données à partir desquelles le taux est calculé), soit totalement, les taux fixés quotidiennement reposant alors sur des transactions effectivement réalisées dans des conditions normales de concurrence sur le marché. Parmi ces taux fondés exclusivement sur des transactions, notons le taux américain SOFR (Secured Overnight Financing Rate), et au Canada, le taux CORRA. Ces taux sont calculés à partir des opérations réalisées sur le marché des pensions à un jour.

Étant un taux prêteur fondé essentiellement sur le jugement d'expert plutôt que sur un ensemble observable d'opérations de marché, le CDOR n'a pas la transparence que l'on retrouve maintenant dans les taux de référence étrangers. L'OICV, un regroupement international d'autorités de réglementation, a défini en 2013 une série de principes sur les indices de référence. Une caractéristique clé de ces principes est de faire reposer les indices sur une hiérarchie, ou un ordre de priorité, des données à considérer pour leur établissement. Dans ce cadre, les transactions réalisées sur le marché sont considérées comme des données d'entrée de la plus haute qualité, et le jugement d'expert, comme une donnée d'entrée de la plus basse qualité. Les principes recommandent de fonder la fixation des taux sur les données transactionnelles parce qu'elles sont aisément observables et qu'il est aussi facile d'en faire le suivi, l'audit ou l'examen par les autorités de réglementation. Malgré les efforts déployés depuis 2014 pour encadrer le jugement d'expert entrant dans les réponses au sondage CDOR (au moyen, dans un premier temps, d'un code de conduite volontaire que RBSL a récemment mis à jour pour tenir compte des nouvelles règles entourant les taux de référence canadiens), le jugement d'expert est néanmoins considéré partout dans le monde comme une donnée d'entrée moins souhaitable. C'est particulièrement le cas quand les taux de référence sont jugés essentiels.

L'OICV insiste aussi sur l'importance de la « suffisance des données » et notamment sur l'exigence de fonder la détermination du taux de référence sur des transactions suffisamment nombreuses, tant en temps normal qu'en période de tensions sur les marchés<sup>25</sup>. Le CDOR se révèle particulièrement préoccupant à cet égard. Même s'il n'est pas directement lié au marché des AB, ce marché procure de l'information utile aux établissements participant à la fixation du CDOR; des volumes de transactions suffisants sont donc nécessaires pour étayer la robustesse du CDOR. La pandémie de COVID-19 nous a donné une occasion sans pareil de voir évoluer sous nos yeux les volumes d'AB en contexte de tensions financières. L'OCRCVM publie à titre indicatif seulement et sur une base J + 1 le taux des AB à 1 et 3 mois déterminé sur la base des transactions réalisées sur ces titres, déclarées au moyen du Système d'établissement de relevés des opérations sur le marché<sup>26</sup>. Si le volume de transactions est insuffisant un jour donné, l'OCRCVM publie le taux de la veille au lieu du taux du jour. En mars 2020, cet organisme a été durant sept jours consécutifs dans l'impossibilité de publier un nouveau taux à trois mois parce que le nombre de transactions n'avait pas atteint le seuil fixé. Il s'agissait du premier véritable test des volumes d'AB échangées en période de crise depuis que l'OCRCVM a commencé à publier des données sur ces titres, en janvier 2019. Ce manque de résilience des données sur les AB à plus long terme dans des conditions de tensions financières a fait naître chez le Groupe de travail des préoccupations supplémentaires concernant la transparence du CDOR, en particulier dans le segment à trois mois.

## 8.2 Proportionnalité

Les autorités de réglementation des indices de référence sont de manière générale préoccupées par le problème de la « pyramide inversée », brièvement décrit en 2021 dans une [déclaration](#) de l'OICV sur les taux de référence sensibles au crédit :

« [Traduction] *Le problème dit de la « pyramide inversée » – soit l'écart disproportionné entre la faible volume de transactions sur lequel repose la détermination des taux sensibles au crédit et les volumes croissants d'activité sur les marchés où ces taux sont utilisés comme indices de référence – soulève des préoccupations quant à l'intégrité des marchés, aux risques de conduite inappropriée*

---

<sup>25</sup> Se reporter au [principe 7](#) du rapport (en anglais) de l'OICV.

<sup>26</sup> Pour en savoir plus, consulter les données sur les BA publiées dans le [site Web](#) de l'OCRCVM.

*et aux risques liés à la stabilité financière. S'ajoute aux préoccupations des autorités la baisse d'activité sur le marché sous-jacent de certains taux sensibles au crédit en période de tensions financières, comme on l'a vu durant la pandémie de COVID-19. »*

Le sondage sur l'utilisation du CDOR (taille et portée) montre à quel point le problème se pose de manière aiguë dans le cas de ce taux de référence : un encours d'AB de 70 à 100 milliards de dollars (AB vendues sur le marché) sert de base au calcul d'un taux sur lequel sont directement fondés des produits financiers d'une valeur nominale (ou notionnelle) brute globale de plus de 20 000 milliards de dollars. Il y a aussi une asymétrie des échéances entre l'échéance des tirages sur la facilité de crédit et le taux CDOR sur lequel sont fondés la majorité des produits : près de 90 % des produits sont fondés sur le CDOR à trois mois, mais environ 90 % du volume des AB échangées sur le marché porte sur des titres à un mois puisque la majorité des tirages des entreprises sur leur facilité de crédit ont une échéance d'un mois.

Pour remédier au problème de la pyramide inversée, l'OIVC préconise dans son principe 6 que le taux de référence soit conçu en tenant compte de facteurs pertinents, dont la taille relative du marché sous-jacent par rapport au volume des échanges sur le marché où ce taux sert de référence. Autrement dit, plus le problème de la pyramide inversée est important, plus le taux de référence sous-jacent doit être de conception robuste. Toutefois, comme nous le mentionnions plus haut, les taux CDOR résultent principalement du jugement d'expert, la dernière source de données à utiliser dans la détermination des indices de référence selon le principe 8 (hiérarchie des données) de l'OICV. Le manque de transparence du CDOR accentue davantage le problème de la pyramide inversée.

### 8.3 Viabilité

Le CDOR a été mis au point en tant que composante clé du modèle de tarification des prêts par voie d'AB dans le but de fournir un taux de référence public et bien accepté par les parties. Ce taux existera tant que les banques canadiennes continueront de soutenir ce modèle de prêts. Or, le recours aux AB comme instrument de financement des prêts bancaires a déjà été beaucoup plus répandu mondialement. À la suite de l'évolution des marchés des prêts et du financement bancaire et du fait que les banques ont voulu mieux appairer leurs éléments d'actif et de passif, le modèle de crédit bancaire fondé sur les AB a été progressivement délaissé un peu partout.

L'introduction des règles de Bâle III, au sortir de la crise financière, a par ailleurs érodé l'attrait des AB comme mécanisme de financement, en particulier le ratio de liquidité à court terme (LCR) et le ratio structurel de liquidité à long terme (NSFR). Ces ratios ont été établis pour dissuader les banques de recourir aux moyens de financement à court terme, notamment pour leurs actifs à plus long terme, et les banques qui émettent des instruments d'emprunt à court terme comme les AB se trouvent pénalisées. Dans la foulée de la mise en œuvre des règles de Bâle III, le recours aux AB comme instruments de prêts bancaires a complètement cessé en Australie, où le modèle de prêts par voie d'AB était encore largement répandu<sup>27</sup>. Le Canada reste aujourd'hui le seul grand pays où les AB demeurent un mécanisme de prêt bancaire couramment utilisé.

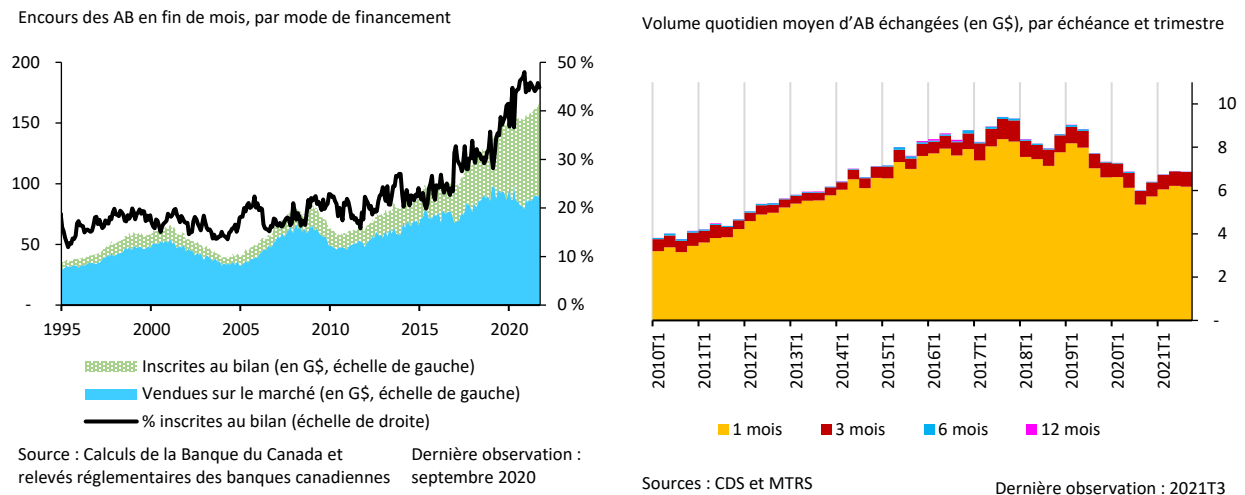
Au Canada, l'avenir des AB n'est pas non plus assuré. Comme nous en faisons état plus haut, les règles de Bâle III ont rendu les AB moins efficaces comme instruments de financement à court terme pour les

---

<sup>27</sup> Dans ce pays, les acceptations bancaires de courte durée ont été remplacées par des certificats de dépôt négociables de plus longue durée. En conséquence, la durée des instruments de financement du marché monétaire émis par les banques, qui était d'un mois, s'est allongée et varie maintenant entre trois et six mois.

services de trésorerie des banques. Les banques canadiennes préfèrent nettement séparer les tirages sur les facilités de crédit du financement de ces prêts tout en allongeant la durée de ce financement, comme le font les banques un peu partout dans le monde, ce que démontre l'exemple de l'Australie (encadré 2). Cette préférence canadienne ressort clairement de la croissance des prêts fondés sur le CDOR sans création correspondante d'AB et des encours d'AB inscrits aux bilans des banques canadiennes – qui sont passés de 20 % des émissions d'AB en 2017 à environ 43 % aujourd'hui (figure 7, graphique de gauche) – ainsi que de l'intérêt de ces dernières pour l'émission de billets de dépôt au porteur de plus longue durée (trois mois et plus) comme principal instrument de financement à court terme canadien non garanti. Si ces tendances se maintiennent, l'encours des AB vendues sur le marché continuera d'aller en diminuant et les AB à court terme finiront par être remplacées par des billets de dépôt au porteur à plus longue échéance. L'intégrité du CDOR serait alors fortement ébranlée, surtout si l'on considère les problèmes de proportionnalité et de transparence exposés plus haut, et sa viabilité compromise, du moins dans sa forme actuelle. Les volumes quotidiens d'AB échangées sur le marché ont déjà commencé à diminuer et sont en baisse de plus de 25 % par rapport au sommet atteint en 2017 (figure 7, graphique de droite).

**Figure 7 : Volumes des échanges sur le marché secondaire des AB et part des AB inscrites aux bilans**



## 8.4 Fragilité

L'abandon du LIBOR est dû au fait que les banques ne voulaient plus contribuer à l'établissement de ce taux, qui était fondé sur un sondage volontaire, en dépit des efforts entrepris par son administrateur pour le réformer, notamment en introduisant une hiérarchie des données à considérer dans les réponses au sondage. Le panel CDOR a commencé à diminuer de taille en 2012 et compte désormais six banques au lieu de neuf, après le retrait de Merrill Lynch Canada en 2012, de Deutsche Bank Securities en 2014 et de la Banque HSBC Canada en 2018. Comme les valeurs les plus élevées et les plus faibles du sondage sont écartées pour le calcul du taux, cela signifie qu'au maximum quatre banques fournissent des données à chaque établissement du taux CDOR, lequel sert à fixer le prix de nombreux instruments du système financier canadien totalisant une exposition notionnelle brute de plus de 20 000 milliards de dollars. Si le panel devait se réduire davantage, cela pourrait compromettre la crédibilité du CDOR. Il se peut aussi que l'accroissement du fardeau réglementaire qui découle de la désignation de ce taux – en septembre 2021 – comme « principal taux d'intérêt de référence » dissuade certaines banques de continuer à faire partie

du panel volontaire pendant longtemps. Or, la perte d'une seule autre banque contributrice pourrait mettre en péril la viabilité du CDOR.

Maintenant que la fin du LIBOR est proche, on observe un déplacement de la liquidité à l'échelle internationale des taux de référence sensibles au crédit, tel le LIBOR pour le dollar américain, vers les taux sans risque comme le SOFR. De même, le Groupe de travail sur le TARCOT s'attend à ce que les produits financiers canadiens soient de plus en plus fondés sur le taux sans risque du Canada, à savoir le taux CORRA. Ce mouvement international d'adoption des taux sans risque, à l'image du CORRA, pourrait aussi réduire le besoin de continuer à contribuer au CDOR.

Le départ de banques participant au panel pourrait commencer n'importe quand, bien qu'elles doivent donner un préavis d'au moins six mois à RBSL avant de mettre un terme à leur contribution. Chaque banque quittant le panel accroîtrait les fragilités associées au reste du panel, ce qui inciterait encore davantage les autres banques à partir.

## 9. Possibilité de réformer le taux CDOR

Compte tenu des problèmes décrits précédemment, le Groupe de travail sur le TARCOT a discuté de la possibilité de réformer le CDOR, comme ce qui a été fait pour le taux CORRA et les autres taux de référence sensibles au crédit ailleurs dans le monde. Il a notamment été question d'adopter une méthode fondée soit sur un ordre de priorité des opérations, c'est-à-dire l'approche suivie pour le LIBOR et l'Euribor, soit avant tout sur les transactions, comme ce que l'ASX a fait pour le BBSW.

### 9.1 Viabilité d'une méthode fondée sur un ordre de priorité des opérations

L'examen du processus de participation au sondage CDOR qui sert à établir ce taux a révélé que les répondants appliquent manifestement une approche où l'ordre de priorité est régi par le jugement d'expert plutôt que les ordres de priorité strictement définis utilisés par l'IBA pour le LIBOR (voir l'encadré 1 à la section 6) et par l'EMMI pour l'Euribor. En pratique, les facteurs qui ont une incidence sur les réponses varient selon leur degré d'influence sur la période considérée. Il peut s'agir de facteurs ayant une influence à court terme comme l'offre et la demande d'acceptations bancaires ou le prix de marché des prêts bancaires. Il peut également s'agir de facteurs ayant une influence durable ou à long terme, comme l'incidence de la réglementation ou de mesures de politique monétaire exceptionnelles et soutenues.

La souplesse de cette approche résulte de la définition du CDOR. Puisque celle-ci n'est pas liée à des transactions spécifiques qu'on puisse observer, il n'est pas possible de définir un ordre de priorité des données à prendre obligatoirement en compte dans la formulation des réponses, dont la première étape se fonderait sur les transactions. La seconde étape suivie dans le cadre du LIBOR et de l'Euribor est dérivée des opérations sur les marchés à l'aide de méthodes d'interpolation. Par exemple, si un répondant a un taux observé à un mois et un autre à trois mois, il est possible d'obtenir un taux à deux mois par interpolation linéaire entre les deux. Toutefois, en l'absence d'un riche ensemble de données sur les transactions, il est impossible de dériver ou d'interpoler quoi que ce soit de manière robuste à partir de deux points de données. Le CDOR est donc un taux de référence qui repose intrinsèquement sur un jugement d'expert. Le Groupe de travail sur le TARCOT en conclut que le CDOR ne permet pas, ni par sa définition ni du point de vue pratique, de soutenir la fixation d'un ordre formel de priorité des données à considérer.

## 9.2 Viabilité d'une méthode fondée sur les transactions

Le Groupe de travail sur le TARCOT a également étudié la faisabilité de redéfinir le CDOR pour qu'il soit fondamentalement basé sur les transactions, comme en Australie. Deux problèmes essentiels sont apparus à l'examen de cette option.

Le premier problème est que si le CDOR reflétait le taux auquel les acceptations bancaires sont négociées sur le marché, ce serait un taux de référence juridiquement différent. Après avoir fait appel à son sous-groupe chargé d'étudier les questions comptables, fiscales et réglementaires pour approfondir son analyse, le Groupe de travail sur le TARCOT en a conclu que cette redéfinition nécessiterait un changement important de la description officielle du CDOR et que celui-ci constituerait donc un nouveau taux de référence. Indépendamment de la définition juridique, sur le plan économique, le niveau d'un taux de référence basé sur les acceptations bancaires différerait du niveau actuel du CDOR par rapport aux acceptations bancaires. Au moment de réformer le taux CORRA ou le taux SONIA (R.-U.), la différence de niveau entre l'ancien et le nouveau taux de référence était tout au plus de 1 point de base. Mais comme l'écart entre le CDOR et les acceptations bancaires qui sert actuellement de base aux calculs dépasse 20 points de base, un changement des transactions visant ces dernières produirait un taux différent sur le plan économique, ce qui rendrait probablement les contrats inexécutables.

Le second problème est que, même si l'écart entre le CDOR et les acceptations bancaires était plus faible, le fait que celles-ci ne constituent plus un outil de financement efficace pour les banques menace la viabilité à long terme de ce taux de référence (voir la section 5.2 pour une explication plus détaillée du problème). Le Groupe de travail sur le TARCOT a également envisagé que les trésoriers des banques veuillent continuer d'émettre des acceptations bancaires pour des motifs autres qu'économiques. Dans ce scénario, le Canada resterait confronté au problème de proportionnalité du CDOR, à savoir que les acceptations bancaires les plus émises ont une échéance d'un mois alors que le gros de l'exposition est lié au CDOR à trois mois.

Le Groupe de travail sur le TARCOT a estimé qu'une approche fondée sur les transactions est certes attrayante du point de vue architectural, mais qu'elle est à la fois juridiquement et économiquement impossible à appliquer dans le cas du CDOR sans créer un nouveau taux de référence.

## 10. Recommandations

### 10.1 Contexte des recommandations

L'analyse du CDOR effectuée par le Groupe de travail sur le TARCOT montre clairement que, de la façon dont il est structuré actuellement, le CDOR n'est pas un taux de référence viable à long terme. Le Groupe de travail a aussi conclu qu'il n'est pas envisageable de le réformer.

Tout d'abord, les problèmes décrits dans les sections précédentes devraient s'aggraver avec le temps. Ensuite, le fait que le CDOR repose sur le jugement d'expert implique qu'il n'est pas un taux de référence transparent. Une quantité infime de transactions sur acceptations bancaires sert à fixer un taux sur lequel se base l'évaluation d'instruments du système financier canadien qui totalise une exposition représentant des milliers de milliards de dollars. Cette situation sera exacerbée à l'avenir au fil de la diminution du nombre d'acceptations bancaires vendues sur le marché. Les problèmes structurels liés aux acceptations bancaires et au CDOR, que décrit le présent rapport, pourraient inciter les banques qui participent au



panel CDOR à mettre un terme à leur contribution à n'importe quel moment. De surcroît, si des banques participantes en viennent à quitter ce panel volontaire, la fragilité du CDOR augmentera, ce qui pourrait en inciter d'autres à faire pareil. Or, un abandon brutal de ce taux de référence engendrerait des risques systémiques pour le système financier.

Le CDOR devrait finir tôt ou tard par être délaissé, mais le Groupe de travail sur le TARCOT considère qu'il serait à la fois nécessaire et prudent que son remplacement soit réglementé et soigneusement géré. Un démantèlement désordonné du panel CDOR aurait en effet des conséquences importantes pour le système financier canadien, tant sur le plan financier que sur celui de la réputation. Par exemple, de nombreux contrats et instruments financiers se fondent sur ce taux de référence mais ne disposent pas de clauses juridiques ou contractuelles adéquates pour décrire quoi faire si celui-ci est purement et simplement abandonné. Il serait toujours possible de les renégocier, mais cela prendrait beaucoup de temps. En gérant avec prudence le remplacement du CDOR, comme l'ont fait les autorités et le secteur privé pour le LIBOR, on pourrait contribuer à atténuer les risques pour le système financier canadien et ses participants.

Compte tenu de ces conclusions, le Groupe de travail sur le TARCOT s'est interrogé sur la meilleure façon d'y répondre de manière préventive, à savoir spécifiquement si le CDOR devrait être réformé ou remplacé. Si l'on devait réformer le CDOR afin de l'aligner sur les autres taux de référence importants au niveau mondial et d'en faire un taux de référence principalement basé sur les transactions, il faudrait apporter des changements substantiels à sa définition, ce qui en ferait effectivement un nouveau taux de référence, étant donné l'écart important qui existe actuellement entre le niveau du CDOR et celui des acceptations bancaires. Une telle réforme exigerait que la définition du CDOR passe d'un taux régissant les prêts à un taux régissant les emprunts. Cependant, même après ces changements, le taux resterait vulnérable à une réduction du marché sous-jacent des acceptations bancaires.

L'autre option sur laquelle s'est penché le Groupe de travail sur le TARCOT consiste à remplacer le CDOR par un autre taux de référence. Une telle opération devrait être soigneusement gérée : il faudrait du temps aux entités des secteurs public et privé canadiens pour élaborer des outils, des recommandations et des calendriers qui facilitent la transition, à l'image de ce qui a été fait pour le LIBOR. Il faudrait aussi que les participants aux marchés conçoivent d'autres produits de prêt. Le Groupe de travail sur le TARCOT a estimé qu'il vaudrait mieux attendre que le LIBOR soit complètement abandonné avant de s'attaquer au remplacement du CDOR, ce qui permettrait au Canada de profiter de l'expérience et des enseignements accumulés par les différents pays utilisant le LIBOR.

Les recommandations du Groupe de travail sur le TARCOT sont l'aboutissement d'un grand nombre d'analyses de données, d'analyses économiques, de recherches diligentes et de discussions avec un large éventail de parties prenantes du système financier, y compris des banques, des fonds de pension, des compagnies d'assurance, des gestionnaires d'actifs, des entreprises emprunteuses et des entités du secteur public. Ces recommandations concernant l'avenir du CDOR ont été approuvées à l'unanimité par les membres du Groupe de travail sur le TARCOT et du Forum canadien des titres à revenu fixe.

## 10.2 Les recommandations du Groupe de travail sur le TARCOT

Le Groupe de travail recommande que RBSL cesse de calculer et de publier le CDOR après le 30 juin 2024. Il propose une période de transition en deux étapes en vue du remplacement du CDOR. La première étape se déroulerait jusqu'au 30 juin 2023, et la seconde s'achèverait le 30 juin 2024. Au terme de la première

période, le Groupe de travail s’attendrait à ce que le taux CORRA soit devenu le taux de référence pour tous les nouveaux produits dérivés et titres<sup>28</sup>, et à ce qu’il n’y ait aucune nouvelle exposition au CDOR après cela, sauf dans certains cas limités, notamment dans le cas où les produits dérivés couvrent ou réduisent les expositions au CDOR liées à des produits dérivés ou titres négociés avant le 30 juin 2023, ou liées à des contrats de prêt<sup>29</sup> négociés avant le 30 juin 2024. La seconde étape, qui prendrait fin le 30 juin 2024, donnerait plus de temps aux entreprises pour adopter d’autres taux de référence pour leurs contrats de prêt et pour régler d’éventuels problèmes liés à la modification des contrats sur titres existants. D’ici là, il y aurait aussi davantage de titres échus qui étaient fondés sur le CDOR. Après le 30 juin 2024, l’encours des obligations à taux variable et des produits titrisés fondés sur le taux CDOR devrait avoisiner les 95 milliards de dollars.

Ultimement, la décision de cesser la publication du CDOR appartient uniquement à RBSL, et les recommandations du Groupe de travail sur le TARCOT ne constituent pas une déclaration publique ou une publication d’information indiquant que l’administrateur du CDOR a cessé ou cessera de fournir le taux définitivement ou pour une durée indéterminée. Comme l’indique la section 12.2, avant de cesser la publication du CDOR, RBSL devra d’abord déterminer que l’abandon du taux est nécessaire et qu’il s’agit de la mesure corrective appropriée. Cette société est tenue de mener des consultations sur toute date de fin proposée, puis de publier un avis annonçant la fin de la publication du CDOR avant la date d’effet de l’abandon. Cet avis entraînera le calcul de l’ajustement de l’écart de crédit figurant dans les clauses de repli de l’ISDA pour les produits dérivés, ainsi que le calcul de l’ajustement de l’écart de crédit présenté dans les clauses de repli recommandées par le Groupe de travail sur le TARCOT pour les obligations à taux variable. Les clauses de repli entreront quant à elles en vigueur une fois que le CDOR ne sera plus fourni. Le Groupe de travail s’attend à ce que Refinitiv donne prochainement plus de précisions sur les mesures qu’elle compte prendre.

L’échéancier recommandé donnerait le temps aux parties prenantes de faire basculer les expositions au CDOR vers de nouveaux taux de référence. Le Groupe de travail s’attend à ce que les produits dérivés et les titres libellés en dollars canadiens passent au taux CORRA (calculé à terme échu). Il s’attend aussi à ce que cela se produise dans un délai plus court, grâce à l’expérience et aux enseignements acquis dans le cadre du remplacement du LIBOR. Les produits de prêt pourraient également se fonder sur le taux CORRA composé à terme échu, mais le Groupe de travail étudiera les différentes options envisageables et mènera des consultations d’ici la fin du premier trimestre de 2022 sur la possibilité de devoir créer de nouveaux taux de référence à cet égard, dont un taux à terme prospectif basé sur le taux CORRA<sup>30</sup>. Tous les nouveaux taux de référence canadiens devraient être conformes aux principes de l’OICV et répondre aux normes mondiales en matière de robustesse. S’ils étaient largement adoptés dans le système financier canadien, ils seraient probablement désignés en vertu de la nouvelle réglementation des taux de référence au Canada.

---

<sup>28</sup> On entend ici par « titres » tous les instruments financiers qui sont fondés sur le CDOR et sont considérés comme des titres, ou valeurs mobilières, selon la législation applicable en valeurs mobilières.

<sup>29</sup> On entend ici par « contrats de prêt » toutes les facilités de crédit établies entre une société emprunteuse et une banque ou un consortium de banques qui emploient le CDOR comme taux de référence, ou celles auxquelles participent des prêteurs privés.

<sup>30</sup> Un éventuel taux CORRA à terme pourrait n’avoir que des usages limités, comme pour les prêts et la couverture de ces prêts.

Si RBSL est d'accord avec l'analyse et les recommandations du Groupe de travail et annonce qu'elle cessera de publier le CDOR à la suite de ses consultations publiques, les ressources allouées au remplacement du LIBOR (en cours) serviront également pour le passage du CDOR au CORRA. Les travaux réalisés par l'ISDA pour faciliter l'adoption de taux à un jour sans risque seront aussi très utiles. Ces travaux, achevés récemment, visaient à rédiger des clauses de repli plus robustes et à les incorporer aux contrats de dérivés conclus en vertu des conventions de l'ISDA et liés à certains taux interbancaires offerts, dont le CDOR et d'autres grands taux de référence sensibles au crédit utilisés dans le monde.

Le Groupe de travail sur le TARCOM a déjà jeté certaines bases nécessaires à une transition harmonieuse, puisqu'il a terminé les travaux d'amélioration du taux CORRA et recommandé des clauses de repli solides concernant le CDOR ainsi que des conventions pour faire basculer vers le CORRA les produits actuellement fondés sur le CDOR. Toutefois, le Groupe de travail reconnaît qu'il resterait beaucoup à faire si RBSL décidait de cesser de publier le CDOR, notamment apporter des changements aux infrastructures et peut-être aussi aux lois et règlements en vigueur, et éventuellement créer de nouveaux taux de référence. Tous ces facteurs ont été pris en compte dans l'élaboration du plan de transition en deux étapes qui a été recommandé.

Le Groupe de travail poursuivrait sa collaboration avec les parties prenantes du CDOR, dont les autorités canadiennes, pour concevoir les outils et les étapes susceptibles de faciliter le remplacement du taux CDOR. À cette fin, et pour réduire les risques que fait peser une transition abrupte sur les marchés financiers canadiens, il s'attend à ce que les six banques déclarantes continuent de participer au panel CDOR et de soutenir l'émission d'AB, dans la mesure du possible, jusqu'à la date recommandée d'abandon du CDOR, le 30 juin 2024.

Bien que les recommandations du Groupe de travail ne visent que le CDOR, l'abandon de ce taux pourrait avoir des répercussions sur les émissions d'AB, puisque les banques pourraient choisir de cesser d'émettre des AB à court terme au profit d'autres formes de financement. Le Forum canadien des titres à revenu fixe collaborera avec des acteurs du secteur pour évaluer les effets de la réduction des émissions d'AB et établir les efforts supplémentaires à fournir, le cas échéant, pour aider les investisseurs à s'adapter aux changements découlant de cette situation.

## 11. Préparation de la transition

Comme l'a montré le remplacement du LIBOR à l'échelle mondiale, l'abandon d'un taux d'intérêt de référence important au profit d'un autre est une opération complexe qui requiert la collaboration de parties prenantes de toutes sortes. Le degré de complexité varie selon les types de produits et les participants au marché qui font appel aux taux de référence, en particulier s'il y a des produits au détail fondés sur ces taux. Par contraste avec la transition concernant les cinq monnaies pour lesquelles le LIBOR est publié, si RBSL devait cesser de publier le CDOR, la transition serait plus simple à mener au Canada du fait que les produits financiers fondés sur ce taux concernent essentiellement le marché institutionnel (et non les particuliers) et qu'ils ont une échéance relativement rapprochée. On pourrait aussi profiter des travaux qui ont déjà été effectués par le Groupe de travail sur le TARCOM au cours des trois dernières années pour améliorer le CORRA et faciliter son utilisation, ainsi que des efforts entrepris à l'échelle internationale pour passer du LIBOR à des taux de référence sans risque. Abstraction faite des avantages comparatifs mentionnés précédemment, le Groupe de travail saisit bien que le CDOR est endémique à

l'infrastructure financière existante et que le changement d'un tel élément central de l'architecture financière demande une bonne planification et une exécution efficace.

Sans égard au fait que RBSL a un processus de gouvernance à respecter<sup>31</sup>, le Groupe de travail sur le TARCOT a commencé à préparer le marché canadien à une transition en douceur dans le cas où RBSL accepterait finalement ses recommandations, et il continuera de le faire. Ces préparatifs sont décrits ci-après.

### 11.1 Le taux CORRA a été amélioré, et les conventions et l'infrastructure nécessaires, mises au point

Le CORRA est bien connu et a fait ses débuts comme taux de référence en 1997. Depuis son lancement, il a surtout servi de taux de référence variable pour les swaps indexés sur le taux à un jour, en plus d'être le taux utilisé depuis 2010 pour calculer l'intérêt à verser sur la marge de variation pour les swaps de taux d'intérêt compensés fondés sur le CDOR.

La première tâche que le Groupe de travail sur le TARCOT s'est vu confier était d'examiner, et au besoin d'améliorer, la méthode de calcul du taux CORRA, ce qu'il a accompli en 2019-2020. Le résultat est à l'image de ce qui a été fait au Royaume-Uni avec le taux SONIA et tranche avec ce qui a été réalisé aux États-Unis, où des taux sans risque ont été introduits. Comme c'est un taux de référence déjà connu de la plupart des participants, la transition devrait en être facilitée et plus courte. La Banque du Canada a pris la relève de la société britannique Refinitiv pour l'administration du taux CORRA en juin 2020.

En avril 2021, la Banque du Canada a aussi commencé à publier le taux CORRA composé à terme échu, un indice devant faciliter l'utilisation du CORRA dans divers instruments financiers, du fait qu'il simplifie le calcul des intérêts à payer. Ce type d'indices basés sur des taux sans risque a été également mis au point dans d'autres pays pour faciliter l'emploi des taux sans risque dans l'ensemble du système financier.

Le Groupe de travail sur le TARCOT a aussi collaboré avec la Bourse de Montréal pour concevoir et lancer un contrat à terme fondé sur le taux CORRA. Même si le volume de contrats à terme de ce type est encore faible, les travaux de développement sont achevés et le contrat est prêt à être utilisé.

En outre, le Groupe de travail a déjà élaboré un ensemble de conventions de marché ou méthodes de calcul pour faciliter l'utilisation du CORRA dans certains titres ou produits de prêt, y compris les obligations à taux variable (OTV), les facilités de crédit multidevises et les facilités de crédit établies dans une même monnaie. Il a travaillé avec d'autres groupes de travail nationaux, dont l'ARRC, à l'élaboration de conventions interbancaires internationales pour les swaps de devises variable-variable, notamment une convention relative au taux CORRA pour la branche libellée en dollars canadiens.

---

<sup>31</sup> Avant d'abandonner le CDOR, il faut d'abord que RBSL détermine s'il est nécessaire de cesser de fournir ce taux de référence, et si l'arrêt définitif de sa publication est la mesure corrective appropriée. Cette société est tenue de mener des consultations sur toute date de cessation proposée puis de publier un avis annonçant la fin de la publication du CDOR avant la date d'effet de l'abandon. Le cas échéant, c'est cet avis qui entraînera le calcul de l'ajustement de l'écart de crédit figurant dans les clauses de repli de l'ISDA pour les produits dérivés, ainsi que le calcul de l'ajustement de l'écart de crédit présenté dans les clauses de repli recommandées par le Groupe de travail sur le TARCOT pour les obligations à taux variable. Les clauses de repli entreront quant à elles en vigueur une fois que le CDOR ne sera plus fourni. Le Groupe de travail s'attend à ce que Refinitiv donne prochainement plus de précisions sur les mesures qu'elle compte prendre.

Certaines banques canadiennes ont déjà commencé à utiliser des OTV fondées sur le taux CORRA composé à terme échu, et la Fiducie du Canada pour l'habitation (FCH), le plus grand émetteur d'OTV au pays, a récemment annoncé l'introduction, à compter de 2022, du taux CORRA comme taux de référence pour les nouvelles offres d'obligations hypothécaires du Canada (OHC) à taux variable qui seront émises par la FCH et garanties par la SCHL. Les conventions établies par le Groupe de travail sur le TARCOT pour les obligations à taux variable fondées sur le CORRA vont dans le sens de celles de la FCH pour son Programme d'Obligations hypothécaires du Canada. En collaboration avec la Mortgage-Backed Securities Issuer Association (MBSIA), la SCHL a introduit une nouvelle classification des blocs de titres hypothécaires qui prend en compte les prêts hypothécaires à taux variable fondés sur le taux CORRA.

Le Groupe de travail sur le TARCOT a aussi publié des clauses de repli qu'il recommande d'insérer dans les contrats d'émission d'obligations à taux variable fondées sur le taux CORRA pour se conformer aux normes réglementaires et bonnes pratiques internationales.

### 11.2 Les clauses de repli recommandées par l'ISDA et le Groupe de travail sur le TARCOT ont déjà été adoptées

En octobre 2020, l'ISDA a publié des clauses de repli solides pour les contrats de dérivés qui sont régis par ses conventions-cadres, y compris les dérivés basés sur le taux CDOR. Selon ces clauses, si le taux de référence sensible au crédit utilisé dans ce cadre dans un territoire donné cesse d'être publié, le taux d'intérêt qui s'applique alors pour les produits dérivés en question est le TSR à un jour recommandé dans ce territoire (auquel cas, les intérêts sont calculés à terme échu), majoré d'un ajustement de l'écart de crédit (établi selon la médiane sur cinq ans entre le taux sensible au crédit et le TSR concerné) calculé et publié par Bloomberg. Pour ce qui est des dérivés fondés sur le CDOR, le taux de rechange qui s'applique si le CDOR cesse d'être publié est le taux CORRA, majoré de l'écart de crédit correspondant.

Ces clauses de repli robustes s'appliquent à tout nouveau contrat de swap conclu après le 25 janvier 2021. L'ISDA a également créé un protocole de portée mondiale qui permet de les intégrer aux contrats conclus avant cette date. Dans ce cas, les nouvelles clauses de repli robustes s'appliquent dès lors que les deux parties ont signé le protocole. Pour les swaps compensés centralement, les nouvelles clauses de repli s'appliquent automatiquement, puisqu'elles ont été incorporées aux ensembles de règles des diverses contreparties centrales. Il faut préciser néanmoins que la plupart des grands acteurs du marché canadien des produits dérivés ont signé le protocole de l'ISDA.

S'inspirant des clauses de l'ISDA, le Groupe de travail sur le TARCOT a aussi publié des clauses de repli qu'il recommande d'insérer dans les contrats d'émission d'obligations à taux variable fondés sur le taux CDOR ou d'émission d'obligations qui renvoient au CDOR dans leur structure. Cette mesure permettra d'assurer la cohérence et l'efficacité de la couverture si l'émetteur ou l'investisseur souhaitent procéder à un swap des flux monétaires sous-jacents. Ces clauses de repli plus robustes, ou bien celles qui ont été proposées à titre provisoire auparavant, ont été largement adoptées par le marché depuis mai 2019. Nous encourageons tous les participants au marché à utiliser les clauses de repli recommandées par le Groupe de travail sur le TARCOT dans les futurs contrats d'émission de titres fondés sur le CDOR.

Le Groupe de travail sur le TARCOT en est aussi à élaborer des clauses de repli qu'il recommandera pour les prêts ayant pour taux de référence le CDOR. Toutefois, la plupart des sociétés emprunteuses qui ont déjà une option de tirage basée sur le CDOR peuvent aussi exercer une option de tirage fondée sur le taux préférentiel si le taux CDOR n'est pas disponible.

### 11.3 L'adoption des bonnes pratiques suscitées par le remplacement du LIBOR

Il y a un certain nombre de facteurs dont le Canada bénéficie dans le cadre de la réforme des taux de référence. Entre autres, comme il y avait un TSR déjà en place, qui était utilisé comme taux de référence pour les swaps OIS libellés en dollars canadiens, il a suffi au Groupe de travail sur le TARCOTM d'en réformer la méthodologie sous-jacente pour qu'elle soit conforme aux nouvelles normes mondiales. En outre, le CORRA et le CDOR sont essentiellement utilisés par des participants institutionnels aguerris du marché, et le gros de l'exposition hors produits dérivés est relativement à court terme (c'est-à-dire trois ans ou moins). Toutes ces caractéristiques contribuent à faciliter une transition en douceur. Mais celle qui est sans doute la plus favorable à une transition réussie découle des enseignements que les différents territoires concernés auront tirés du remplacement du LIBOR. Ainsi, il vaudrait mieux que la transition visant le CDOR commence après que le gros de la transition liée au LIBOR aura eu lieu, ce qui permettrait au Groupe de travail sur le TARCOTM d'adopter les bonnes pratiques qui en résulteront et d'éviter des pièges qui pourraient se présenter autrement. Certains de ces bénéfices ont déjà été mentionnés, notamment le fait qu'on dispose d'un taux sans risque solide et bien connu, en plus d'une palette complète de conventions et de clauses de repli, mais le Groupe de travail sur le TARCOTM compte également tirer parti des bonnes pratiques établies à l'échelle mondiale, notamment l'emploi de jalons fermes pendant la transition, une stratégie bien articulée pour l'adoption d'un taux à terme sans risque et l'identification des problèmes liés aux expositions comptables, fiscales et contractuelles (c'est-à-dire pour les contrats ou engagements en cours qui font référence au CDOR), avec des plans pour les résoudre.

Les participants canadiens exposés au LIBOR ont aussi eu affaire à une transition liée à l'abandon de ce taux. Par conséquent, ils connaissent bien les problèmes et les efforts à fournir dans un tel cadre. En général, ils ont déjà formé des équipes chargées de la transition qui doivent régler tout problème lié au remplacement du LIBOR, et il serait possible de tirer parti de ces équipes pour le dossier du CDOR.

Enfin, compte tenu de l'abandon du LIBOR, toutes les grandes infrastructures et tous les grands systèmes mondiaux ont été adaptés pour fonctionner avec la plupart des taux sans risque utilisés dans le monde. Si ces infrastructures et systèmes ne sont pas déjà préparés pour les produits ou calculs visant le taux CORRA, les fournisseurs des systèmes comprennent, compte tenu de leur expérience acquise dans le dossier LIBOR, les changements qu'il faut apporter aux systèmes pour pouvoir passer à un nouvel indice de référence à un jour. Comme le marché des swaps indexés sur le taux à un jour basés sur le taux CORRA est actif – pour les échéances courtes – depuis la fin des années 1990, de nombreux grands acteurs du marché des dérivés devraient déjà être prêts à effectuer des transactions sur des produits dérivés fondés sur le taux CORRA.

## 12. Prochaines étapes

### 12.1 Prochaines étapes pour le Groupe de travail sur le TARCOTM

En janvier, le Groupe de travail sur le TARCOTM va démarrer une vaste campagne d'information par l'intermédiaire des différentes associations sectorielles afin de sensibiliser les parties prenantes à la nécessité d'abandonner le CDOR ainsi qu'aux changements potentiels à venir s'agissant de ce taux. Il préparera aussi des recommandations quant à l'échéancier recommandé et aux jalons applicables au premier trimestre de 2022 et il tiendra des consultations afin de planifier une transition harmonieuse et efficace si RSBL décide de cesser de publier le CDOR. Parmi les actions prévues, il lancera une initiative

visant à privilégier l'adoption du taux CORRA pour les dérivés libellés en dollars canadiens avant le 30 juin 2023.

En outre, le Groupe de travail sur le TARCOT s'emploiera à déterminer si d'autres taux de référence devraient être envisagés dans le cadre du plan de transition pour les produits de prêt, ou plus précisément s'il est nécessaire d'établir un taux CORRA à terme prospectif pour soutenir le marché des prêts. Il tiendra des consultations sur les taux complémentaires qu'il recommande d'ici la fin du premier trimestre de 2022. Le Groupe de travail examinera également les changements éventuels qui devraient être apportés en ce qui concerne les facilités de crédit renouvelables ayant pour taux de référence le CORRA ou un taux CORRA à terme. Il est conscient des conséquences qu'il y a pour les banques de baser des prêts engagés mais non utilisés sur le CORRA, car les taux sans risque se comportent très différemment des taux sensibles au crédit en période de tensions économiques ou de difficultés de financement. De son côté, le Forum canadien des titres à revenu fixe collaborera avec des acteurs sectoriels pour évaluer l'impact que pourraient avoir les émissions réduites d'acceptations bancaires et pour établir les efforts supplémentaires à fournir, si nécessaire, afin d'aider les investisseurs à s'adapter aux changements qui pourraient en résulter.

Par ailleurs, le Groupe de travail sur le TARCOT a récemment restructuré son sous-groupe chargé des questions comptables, fiscales et réglementaires. Celui-ci travaillera avec toutes les parties prenantes, y compris du secteur officiel, pour analyser tout élément susceptible d'empêcher le passage harmonieux du LIBOR à un autre taux de référence, et pour proposer des solutions aux problèmes identifiés. La composition du sous-groupe a été élargie pour inclure un éventail beaucoup plus large de parties prenantes.

Les principaux objectifs du sous-groupe sont les suivants :

- veiller à ce que rien n'empêche les participants au marché (banques, compagnies d'assurance, sociétés, etc.) d'utiliser le CORRA comme instrument de financement ou de couverture d'un point de vue comptable, fiscal ou réglementaire;
- comprendre les diverses répercussions de l'abandon du CDOR sur les plans comptables, fiscaux et réglementaires, et mettre en évidence toute conséquence non voulue, y compris des problèmes particuliers pouvant découler de la transition au Canada.

Si des problèmes importants sont identifiés, le sous-groupe essaiera de trouver des mesures d'atténuation possibles qu'il soumettra au Groupe de travail sur le TARCOT.

Le Groupe de travail sur le TARCOT a l'intention d'élaborer une série de recommandations expliquant aux entreprises comment et quand elles devraient abandonner le CDOR. Dans l'intervalle, les participants au marché exposés au CDOR devraient commencer à prendre connaissance des changements à venir, soit en discutant avec leurs courtiers ou leurs banques, soit en participant aux diverses activités de sensibilisation organisées par le Groupe de travail ou ses membres, y compris en se tenant au courant des avis aux marchés et des autres documents publiés par le Groupe de travail dans sa page Web, ainsi que de la participation de toute entité pertinente au processus de transition, y compris RSBL.

## 12.2 Exigences réglementaires et gestion de l'abandon possible du taux CDOR par RBSL

Le *Règlement 25-102 sur les indices de référence et administrateurs d'indices de référence désignés* des Autorités en valeurs mobilières du Canada (ACVM) établit un certain nombre d'exigences qui s'appliquent à RBSL en cas d'abandon d'un indice de référence désigné tel que le taux CDOR. Les chapitres 5 et 8 s'avèrent particulièrement pertinents à cet égard.

Le chapitre 5 de ce règlement impose à tout administrateur d'indice de référence désigné de publier les procédures qu'il suivra « en cas de cessation d'un indice de référence désigné qu'il administre, ou de modification significative de la méthodologie ou de la fourniture de cet indice, y compris en matière de préavis de mise en œuvre de la cessation ou de la modification. »

Au chapitre 8 du Règlement, les ACVM ajoutent des exigences spécifiques pour les administrateurs d'indices de référence considérés comme essentiels. Ces administrateurs doivent ainsi aviser rapidement l'agent responsable, sauf au Québec, ou l'autorité en valeurs mobilières de leur décision de cesser de fournir un indice de référence essentiel désigné, et, au plus tard quatre semaines suivant la transmission de l'avis, ils doivent présenter un plan expliquant la façon dont ils comptent cesser de fournir cet indice. Ces administrateurs doivent continuer de fournir l'indice de référence essentiel désigné jusqu'à ce qu'ils reçoivent de l'agent responsable, sauf au Québec, ou de l'autorité en valeurs mobilières un avis autorisant la cessation, ou qu'il se soit écoulé 12 mois depuis la présentation de leur plan (à moins qu'ils n'aient reçu un avis prolongeant cette période)<sup>32</sup>.

Conformément à ces exigences, RBSL a publié le document intitulé [Benchmark Methodology Change and Cessation Policy](#). Cette politique décrit les raisons potentielles de l'abandon d'un indice de référence ainsi que les procédures à suivre pour cesser de le fournir (en plus de certaines procédures supplémentaires pour les indices de référence essentiels tels que le taux CDOR).

Avant que RBSL cesse de publier le CDOR, il devra déterminer s'il lui est indispensable d'arrêter de fournir cet indice de référence, et donc établir entre autres si la cessation est la mesure corrective appropriée. La décision de cesser de publier le CDOR devra être approuvée par le conseil d'administration de RBSL :

« Il se peut que RBSL considère que l'indice de référence ne satisfait plus l'objectif ou le marché pour lequel il a été conçu, et qu'il n'est pas possible d'y remédier en apportant un changement correctif à la méthodologie ou à la conception de l'indice, ou à tout autre aspect des processus et procédures entourant la création et l'utilisation de l'indice. Toutes les propositions de cessation sont soumises à l'approbation finale du conseil d'administration de RBSL. » [Traduction]

Dans le cadre de ce processus, RBSL devra mener une consultation sur toute proposition visant à cesser la publication du CDOR, avant d'annoncer sa décision. S'il décide d'abandonner l'indice, il devra donner un préavis d'au moins six mois avant de le faire.

---

<sup>32</sup> Le Règlement précise en outre que ces administrateurs pourraient cesser de fournir l'indice de référence désigné si 1) la désignation de l'indice de référence désigné a été révoquée ou modifiée du fait qu'il ne s'agit plus d'un indice de référence essentiel désigné, ou si 2) la fourniture de l'indice de référence essentiel désigné a été transférée à un autre administrateur d'indice de référence désigné.



## Annexe 1 – Composition du Groupe de travail sur le TARCOM

La composition du Groupe de travail sur le TARCOM est présentée dans le tableau ci-après.

Le Groupe de travail sur le TARCOM compte un certain nombre de sous-groupes de travail et de chantiers auxquels participent un plus large éventail d'entreprises. Il collabore aussi régulièrement avec d'autres groupes de parties prenantes comme l'Association des banquiers canadiens (ABC), l'Association canadienne des investisseurs obligataires, l'Association canadienne des trésoriers, l'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières (ACVM), l'International Swap and Derivatives Association (ISDA), des autorités réglementaires canadiennes et d'autres groupes de travail nationaux sur les taux de référence.

Catégorie	Type d'entreprise	Entreprise
<b>Coprésidents</b>	Secteur privé	CIBC
	Secteur public	Banque du Canada
<b>Institution du côté acheteur</b>	Gestionnaires d'actifs d'envergure mondiale	Invesco
	Caisse de retraite	AIMCo
	Caisse de retraite	Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario (RREO)
	Caisse de retraite	Office d'investissement des régimes de pensions du secteur public (Investissements PSP)
	Société d'assurance	Financière Sun Life
	Secteur public	SCHL
	Secteur public	Office ontarien de financement
	Secteur public	Ministère des Finances du Québec
	Émetteur d'obligations de sociétés	Rogers Communication
<b>Institution du côté vendeur</b>	Six grandes banques	Banque de Montréal (BMO)
	Six grandes banques	Banque Nationale du Canada (BNC)
	Six grandes banques	Banque Royale du Canada (RBC)
	Six grandes banques	Banque de Nouvelle-Écosse (Banque Scotia)
	Six grandes banques	Banque TD
	Caisse populaire	Central 1
	Banque internationale	Bank of America Merrill Lynch
	Banque internationale	Morgan Stanley
<b>Membre observateur</b>	Fournisseur de services d'infrastructure	LCH
	Fournisseur de services d'infrastructure	Bourse de Montréal
	Représentant du milieu de la recherche	École de gestion Rotman
	Représentant d'une structure juridique	McMillan LLP
	Président du Groupe consultatif sur le taux CORRA	Banque Nationale du Canada (BNC)

## Annexe 2 – Clauses de repli et conventions recommandées par le Groupe de travail sur le TARCOTM

Le Groupe de travail sur le TARCOTM a élaboré une série de recommandations et d'outils destinés à faciliter l'adoption du CORRA, en lien avec ce qui suit :

- Clauses de repli recommandées pour :
  - [les obligations à taux variable fondées sur le taux CDOR](#)
  - [les obligations à taux variable fondées sur le taux CORRA](#)
- Conventions recommandées pour :
  - [les prêts fondés sur le taux CORRA](#)
  - [les obligations à taux variable fondées sur le taux CORRA](#)
  - les swaps interbancaires fondés sur les taux [CDOR et SOFR](#), ou [CORRA et SOFR](#)
- Un indice du taux CORRA composé à terme échu [publié](#) par la Banque du Canada

## Annexe 3 – Volume et portée de l’utilisation du CDOR et des acceptations bancaires

Pour mieux comprendre le volume et la portée de l’utilisation qui est faite actuellement du CDOR et des acceptations bancaires, le Groupe de travail sur le TARCOT a mené une enquête auprès des principales institutions financières du Canada sur leurs expositions liées au CDOR. Le Groupe de travail tient à remercier toutes les entreprises qui ont fourni des données dans ce cadre. La présente section livre les principaux résultats statistiques de cette enquête comme bien public.

Les données présentées dans cette annexe rendent largement compte des positions au 31 octobre 2020 (certaines institutions avaient des fins d’exercice légèrement différentes et ont donc fourni des données pour des périodes légèrement différentes). Les données d’enquête ont été fournies sur une base volontaire et ne doivent pas être utilisées à des fins commerciales. Les chiffres ayant été arrondis, les totaux peuvent ne pas correspondre à leur somme.

### A3.1 Actifs fondés sur des acceptations bancaires et sur le CDOR

<b>Actifs fondés sur des acceptations bancaires (AB) et sur le CDOR (en millions de \$)</b>	
<b>Facilités de prêt avec émission d'une AB*</b>	<b>155 515</b>
<i>Prêts renouvelables – moyenne des taux CDOR affichés à l'écran</i>	<b>51 356</b>
<i>Prêts renouvelables – CDOR déterminé, soit celui de l'institution</i>	<b>3 727</b>
<i>Prêts renouvelables – autres taux de référence (p. ex., taux des AB)</i>	<b>15 504</b>
<i>Prêts non renouvelables – moyenne des taux CDOR affichés à l'écran</i>	<b>49 058</b>
<i>Prêts non renouvelables – CDOR déterminé, soit celui de l'institution</i>	<b>368</b>
<i>Prêts non renouvelables – autres taux de référence (p. ex., taux des AB)</i>	<b>19 356</b>
<i>Autres prêts</i>	<b>16 146</b>
<b>Facilités de prêt fondées sur le CDOR sans émission d'une AB</b>	<b>62 267</b>
<i>Prêts renouvelables – moyenne des taux CDOR affichés à l'écran</i>	<b>20 544</b>
<i>Prêts renouvelables – CDOR déterminé, soit celui de l'institution</i>	<b>4 923</b>
<i>Prêts non renouvelables – moyenne des taux CDOR affichés à l'écran</i>	<b>21 327</b>
<i>Prêts non renouvelables – CDOR déterminé, soit celui de l'institution</i>	<b>1 487</b>
<i>Autres prêts</i>	<b>13 986</b>
<b>Total</b>	<b>217 782</b>
<i>Facilités de crédit donnant lieu à l'émission d'une AB – pourcentage du total</i>	<b>71 %</b>

\*Pour tous les types d'emprunteurs (entreprises, sociétés commerciales et autres).

Nota : seuls les montants utilisés étaient demandés dans le cadre de l'enquête.

Dernière observation : 31 octobre 2020

Source : Données d'enquête

### A3.2 Acceptations bancaires (passif)

<b>Acceptations bancaires (AB) (passif en millions de \$)</b>						
	<b>Échéance des AB fondées sur le CDOR</b>					<b>Total</b>
	<b>&lt; 1 mois</b>	<b>1 mois</b>	<b>2 mois</b>	<b>3 mois</b>	<b>6 mois+</b>	
AB inscrites au bilan	1 884	56 554	408	6 054	159	<b>65 059</b>
AB vendues au marché	2 979	66 282	4 363	11 298	1 644	<b>86 565</b>
<b>Total</b>	<b>4 863</b>	<b>122 836</b>	<b>4 771</b>	<b>17 352</b>	<b>1 803</b>	<b>151 624</b>
% d'AB vendues au marché	61 %	54 %	91 %	65 %	91 %	<b>57 %</b>

*Dernière observation : 31 octobre 2020*

*Source : Données d'enquête*

### A3.3 Billets de dépôt au porteur (BDP)

<b>Billets de dépôt au porteur (BDP) (en millions de \$)</b>					
	<b>Échéance résiduelle</b>				<b>Total</b>
	<b>&lt; 3 mois</b>	<b>3-6 mois</b>	<b>6-9 mois</b>	<b>&gt; 9 mois</b>	
<b>Total</b>	<b>9 259</b>	<b>7 807</b>	<b>157</b>	<b>8 453</b>	<b>25 675</b>

*Dernière observation : 31 octobre 2020*

*Source : Données d'enquête*

### A3.4 Produits dérivés

Dérivés faisant l'objet d'une compensation centrale (en millions de \$)								
	Taux de référence sous-jacent						Taux de base	Total
	CORRA	CDOR à 1 mois	CDOR à 2 mois	CDOR à 3 mois	CDOR à 6 mois	CDOR à 12 mois		
Swaps de taux d'intérêt	1 771 507	1 251 650	-	13 670 774	2 311	-	-	<b>16 696 242</b>
Accords de taux futur	-	-	-	-	-	-	-	-
Swap de devises	-	-	-	1 405 323	-	-	-	<b>1 405 323</b>
Autres dérivés	-	184 878	-	96 049	-	-	-	<b>280 927</b>
<b>Total</b>	<b>1 771 507</b>	<b>1 436 528</b>	<b>-</b>	<b>15 172 146</b>	<b>2 311</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>18 382 492</b>

Dernière observation : 31 octobre 2020

Sources : LCH et CME

Dérivés négociés en bourse (en millions de \$)			
	Taux de référence sous-jacent*		
	CORRA	CDOR à 3 mois	Total
Options sur taux d'intérêt	-	19 876	<b>19 876</b>
Contrats à terme sur taux d'intérêt	980	734 921	<b>735 901</b>
Autres dérivés négociés en bourse	-	-	-
<b>Total</b>	<b>980</b>	<b>754 797</b>	<b>755 777</b>

\*Il n'y avait pas assez d'observations pour inclure les produits fondés sur le taux de base ou sur les taux CDOR à 1 mois, 2 mois ou 12 mois.

Dernière observation : 31 octobre 2020

Source : Données d'enquête

<b>Dérivés de gré à gré (en millions de \$)</b>					
	<b>Taux de référence sous-jacent*</b>				
	CORRA	CDOR à 1 mois	CDOR à 3 mois	Total	% CDOR
Swaps de taux d'intérêt**	36 652	278 189	1 092 009	<b>1 406 850</b>	97 %
<i>IF sondées</i>	21 992	79 590	374 902	<b>476 483</b>	95 %
<i>Autres IF</i>	19 788	130 399	549 390	<b>699 577</b>	97 %
<i>Entités autres que des IF (entreprises, etc.)</i>	5 868	107 995	355 168	<b>469 031</b>	99 %
Accords de taux futur**	-	-	19 143	<b>19 413</b>	100 %
<i>IF sondées</i>	-	-	6 526	<b>6 526</b>	100 %
<i>Autres IF</i>	-	-	13 930	<b>13 930</b>	100 %
<i>Entités autres que des IF (entreprises, etc.)</i>	-	-	1 950	<b>1 950</b>	100 %
Options sur taux d'intérêt**		8 186	19 696	<b>27 881</b>	100 %
<i>IF sondées</i>	-	1 356	14 506	<b>15 862</b>	100 %
<i>Autres IF</i>	-	1 795	5 782	<b>7 577</b>	100 %
<i>Entités autres que des IF (entreprises, etc.)</i>	-	5 713	6 661	<b>12 374</b>	100 %
Swaps de devises**	4	24 710	1 245 006	<b>1 269 720</b>	100 %
<i>IF sondées</i>	-	27 905	1 152 868	<b>1 180 773</b>	100 %
<i>Autres IF</i>	2	1 502	471 021	<b>472 525</b>	100 %
<i>Entités autres que des IF (entreprises, etc.)</i>	2	9 256	197 551	<b>206 809</b>	100 %
Swaps sur rendement total**	11 049	16 707	16 081	<b>43 837</b>	75 %
<i>IF sondées</i>	-	1 668	9 761	<b>11 429</b>	100 %
<i>Autres IF</i>	4 579	14 665	5 390	<b>24 634</b>	81 %
<i>Entités autres que des IF (entreprises, etc.)</i>	6 470	1 208	5 811	<b>13 489</b>	52 %
Autres dérivés de gré à gré**	89	25 220	36 991	<b>62 300</b>	100 %
<i>IF sondées</i>	-	813	22 290	<b>23 103</b>	100 %
<i>Autres IF</i>	89	11 136	18 095	<b>29 320</b>	100 %
<i>Entités autres que des IF (entreprises, etc.)</i>	-	13 677	7 752	<b>21 429</b>	100 %
<b>Total**</b>	<b>47 794</b>	<b>353 012</b>	<b>2 428 926</b>	<b>2 829 732</b>	<b>98 %</b>

\* Il n'y avait pas assez d'observations pour inclure les produits fondés sur le taux de base ou sur les taux CDOR à 2 mois ou 12 mois.

\*\* Les totaux ont été corrigés pour éviter le double comptage des positions des IF sondées.

Dernière observation : 31 octobre 2020

Source : Données d'enquête

### A3.5 Dépôts

Dépôts (en millions de \$)				
	Échéance résiduelle			
	< 90 jours	90+ jours	Total	% <90 jours
Dépôts à taux variable et dépôts à terme	1 199	2 680	<b>3 879</b>	31 %
CORRA	-	1 129	<b>1 129</b>	
Taux cible de la Banque du Canada	-	108	<b>108</b>	
CDOR à 1 mois	684	994	<b>1 678</b>	
Autres taux CDOR	515	449	<b>964</b>	
Comptes productifs d'intérêts	46 596	1 126	<b>47 722</b>	100 %
CORRA	150	- *	<b>150</b>	
Taux cible de la Banque du Canada	34 761	-	<b>34 761</b>	
CDOR à 1 mois	11 685	- *	<b>11 685</b>	
Autres taux CDOR	-	-	-	
Autres dépôts	2 229	3 678	<b>5 907</b>	38 %
Taux CDOR	-	3 678	<b>3 678</b>	
Taux autres que le CDOR	2 229	-	<b>2 229</b>	
<b>Total</b>	<b>50 024</b>	<b>6 358</b>	<b>56 382</b>	<b>89 %</b>
% CDOR	26 %	81 %	<b>32 %</b>	

\* Il n'y avait pas assez d'observations pour inclure ces produits.

Dernière observation : 31 octobre 2020

Source : Données d'enquête



### A3.6 Produits titrisés

Produits titrisés (en millions de \$)						
	Échéance résiduelle				Total	% CDOR
	< 1 an	1-3 ans	3-5 ans	> 5 ans		
Papier commercial adossé à des actifs	26 672	1 240	553	- *	<b>28 465</b>	81 %
Titres adossés à des créances hypothécaires	6 222	26 784	22 157	-	<b>55 163</b>	100 %
Titres adossés à des actifs	159	398	48	7 398	<b>8 003</b>	100 %
Autres produits titrisés**	501	24 839	9 723	697	<b>35 760</b>	92 %
<b>Total</b>	<b>33 555</b>	<b>53 261</b>	<b>32 481</b>	<b>8 198</b>	<b>127 495</b>	<b>80 %</b>

\* Il n'y avait pas assez d'observations pour inclure ces produits.

\*\* Titres adossés à des créances hypothécaires sur l'immobilier commercial, titres adossés à des créances hypothécaires avec flux groupés, titres garantis par des prêts

Dernière observation : 31 octobre 2020

Sources : Données d'enquête et SCHL

### A3.7 Obligations à taux variable (OTV)

Obligations à taux variable (en millions de \$)										
Échéance résiduelle										
	< 1 an		1-3 ans		3-5 ans		> 5 ans		Total	
	Montant	N <sup>b</sup> d'émissions	Montant	N <sup>b</sup> d'émissions	Montant	N <sup>b</sup> d'émissions	Montant	N <sup>b</sup> d'émissions	Montant	N <sup>b</sup> d'émissions
<b>Obligations du gouvernement du Canada</b>	<b>13 315</b>	<b>5</b>	<b>29 118</b>	<b>14</b>	<b>19 433</b>	<b>34</b>	-	-	<b>61 865</b>	<b>28</b>
<i>CORRA</i>	-	-	100	1	-	-	-	-	100	1
<i>CDOR à 1 mois</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>CDOR à 3 mois</i>	13 315	5	29 018	13	19 433	9	-	-	61 765	27
<i>Autres taux CDOR</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Obligations de sociétés canadiennes</b>	<b>31 888</b>	<b>64</b>	<b>59 513</b>	<b>57</b>	<b>13 119</b>	<b>22</b>	<b>54 751</b>	<b>72</b>	<b>159 271</b>	<b>215</b>
<i>CORRA</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>CDOR à 1 mois</i>	13 738	19	8 000	4	3	1	-	-	21 786	24
<i>CDOR à 3 mois</i>	18 105	45	51 498	50	13 116	21	53 550	68	136 268	184
<i>Autres taux CDOR</i>	-	-	15	3	-	-	1 202	4	1 217	7
<b>Obligations feuille d'érable</b>	-	-	<b>6 603</b>	<b>10</b>	<b>2 500</b>	<b>3</b>	<b>3 800</b>	<b>5</b>	<b>12 903</b>	<b>18</b>
<i>CORRA</i>	-	-	3	1	-	-	-	-	3	1
<i>CDOR à 1 mois</i>	-	-	-	-	-	-	500	1	500	1
<i>CDOR à 3 mois</i>	-	-	6 600	9	2 500	3	3 300	4	12 400	16
<i>Autres taux CDOR</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total</b>	<b>45 202</b>	<b>69</b>	<b>95 233</b>	<b>81</b>	<b>35 051</b>	<b>34</b>	<b>58 551</b>	<b>77</b>	<b>234 038</b>	<b>261</b>
% <i>CORRA</i>	-	-	0 %	-	-	-	-	-	0 %	1 %
% <i>CDOR à 1 mois</i>	60 %	-	8 %	-	0 %	3 %	0 %	1 %	10 %	10 %
% <i>CDOR à 3 mois</i>	40 %	-	91 %	-	99 %	97 %	97 %	94 %	90 %	87 %
% <i>Autres taux CDOR</i>	-	-	0 %	-	-	-	2 %	5 %	1 %	3 %

Dernière observation : 31 octobre 2020

Source : Bloomberg