

Titres existants fondés sur le taux CDOR : analyse et recommandations

1. Contexte

Le 16 mai 2022, la société Refinitiv Benchmark Services (UK) Limited a annoncé qu'elle cesserait de publier le taux CDOR (Canadian Dollar Offered Rate) après le 28 juin 2024. Parallèlement à cette annonce, le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) a indiqué aux institutions financières sous réglementation fédérale qu'il s'attendait à ce qu'elles suivent le plan de transition en deux étapes fourni par le Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien (Groupe de travail sur le TARCOTM). Selon ce plan, tout nouveau titre émis sur le marché après le 30 juin 2023 qui s'appuie sur un taux variable en dollars canadiens doit utiliser le taux CORRA (Canadian Overnight Repo Rate Average) comme principal taux d'intérêt de référence. De plus, aucun nouveau titre ne pourra être émis avec un coupon courant ou futur lié au taux CDOR après cette date¹. Cette échéance est appuyée par les attentes de supervision définies par le BSIF². Les titres existants fondés sur le taux CDOR qui arriveront à échéance après le 28 juin 2024 devront passer au taux de rechange applicable qui a été défini pour chaque titre.

Le présent document énonce et fournit des recommandations à propos des titres existants liés au taux CDOR. Il indique l'ampleur de l'exposition aux titres indexés sur ce taux au Canada, et fait la distinction entre les titres existants (soit ceux qui viendront à échéance après le 28 juin 2024) et les titres existants problématiques (c.-à-d. les titres arrivant à échéance après le 28 juin 2024, dont les contrats sont dotés de clauses de repli inadéquates ou n'ont pas de clauses de repli [plus précisément qui basculent vers le dernier taux publié ou ne comportent aucune mention de ce qui va arriver si le taux de référence n'est pas offert] et dont la modification nécessite un seuil élevé de consentement). Enfin, il donne les solutions que le Groupe de travail sur le TARCOTM recommande aux participants au marché pour régler la question des titres problématiques fondés sur le taux CDOR.

Pour mener à bien cette analyse, le Groupe de travail 1) a examiné tous les titres en dollars canadiens émis sur le marché public et dont les contrats font référence au taux CDOR, 2) les a filtrés selon leur échéance pour repérer les titres existants, puis 3) les a triés en fonction des clauses de repli prescrites figurant dans la documentation liée au numéro CUSIP. Les titres concernés sont classés en trois grands groupes : les titres de sociétés et titres provinciaux, les titres hypothécaires émis en vertu de *la Loi nationale sur l'habitation* (TH LNH) et les billets structurés. Les listes présentées peuvent ne pas être exhaustives et les participants au marché sont encouragés à soumettre d'autres titres pour examen³.

L'un des avantages de la transition du taux CDOR au taux CORRA au Canada, par rapport à d'autres pays, est qu'elle concerne principalement le marché institutionnel – même si certains titres au comptant existants peuvent être détenus par des investisseurs particuliers. Cela simplifie grandement la situation. Autre caractéristique de cette transition : de nombreux émetteurs ont intégré après mai 2019 les clauses de repli provisoires proposées par le Groupe de travail dans les contrats d'émission de titres fondés sur le taux CDOR, créant ainsi un marché dont la majorité des titres comportent des clauses suffisamment robustes en cas d'abandon du taux. Le Groupe de travail a élaboré ces clauses de repli recommandées

¹ Par souci de clarté, précisons que le taux CORRA à terme ne pourra pas servir de taux de référence dans les contrats sur titres. Voir les [cas d'utilisation](#) autorisés par le Groupe de travail sur le TARCOTM.

² Veuillez consulter le [communiqué](#) du BSIF.

³ Veuillez soumettre les titres que vous souhaitez faire examiner à l'adresse CARR-WG@bankofcanada.ca.

afin que les participants au marché aient à leur disposition une seule et même méthode convenue pour les clauses de repli visant le taux CDOR, qui concorde avec la méthode de repli utilisée pour les produits dérivés liés au taux CDOR⁴. Cette méthode de repli a été conçue de façon à s'appliquer à tous les titres au comptant fondés sur le taux CDOR, y compris les obligations à taux variable et les TH LNH. Cependant, elle ne cadre pas nécessairement avec la méthode de calcul recommandée pour les nouveaux titres basés sur le taux CORRA. Malgré cela, le Groupe de travail préconise que les participants au marché utilisent la méthode de repli recommandée [publiée](#) dans sa forme finale en juillet 2021 pour calculer les éventuels taux d'intérêt nominaux (taux de coupon) liés au taux CDOR qui pourraient être prévus dans leurs contrats après l'abandon de ce taux de référence.

Les contrats de certains titres ont une clause de repli qui comprend des taux de coupon liés à des acceptations bancaires (AB) en tête de liste des taux de rechange à utiliser. Aux fins du présent document, on suppose que les AB ne seront plus émises sur le marché quand le taux CDOR aura cessé d'être publié et que les taux des AB ne seront plus fournis par les banques canadiennes après le 28 juin 2024. Par conséquent, les contrats de titres ne désignant que les taux des AB comme taux de rechange ne seraient plus jugés comme ayant des clauses de repli robustes, et ces titres devraient être inclus dans la liste ci-dessous s'ils remplissent les autres conditions pour être considérés comme des titres problématiques.

2. Titres existants fondés sur le taux CDOR

Les titres existants fondés sur le taux CDOR correspondent aux titres déjà émis sur le marché public qui viendront à échéance après le 28 juin 2024. Dans la documentation relative à ces titres, le taux CDOR peut être utilisé comme taux de référence pour calculer le taux de coupon courant – comme dans le cas d'une obligation à taux variable – ou servir à déterminer une situation économique future, par exemple pour des fonds propres réglementaires ou un instrument hybride dont le coupon peut passer d'un taux fixe à un taux variable à un moment donné avant la date d'échéance contractuelle.

Au Canada, les titres existants totalisent un peu plus de 125 milliards de dollars, et sont répartis comme suit :

Pièce 1-1 – Titres existants fondés sur le taux CDOR

Total des titres existants fondés sur le taux CDOR venant à échéance après le 28 juin 2024		(en avril 2023)
Titres de sociétés		(M\$ CA)
Fonds propres réglementaires des institutions financières nationales		45 248
Titres TLAC ⁵ remboursables		16 275
Titres de sociétés hybrides		6 150
Obligations à taux variable		1 603
Fonds propres réglementaires émis par des institutions financières étrangères sur le marché canadien		1 081
Total		70 356

⁴ Bloomberg est l'administrateur désigné pour calculer le taux de rechange du taux CDOR (et celui du LIBOR) pour les produits dérivés se conformant aux documents standards de l'International Swaps and Derivatives Association.

⁵ Titres visés par les exigences de capacité totale d'absorption des pertes

TH LNH venant à échéance après le 1^{er} juillet 2024⁶	
Total	39 608
Titres du gouvernement	
Obligations hypothécaires du Canada	13 500
Titres provinciaux	2 268
Total	15 768
Total général	125 732

3. Titres problématiques

Les titres existants problématiques sont les titres fondés sur le taux CDOR a) qui arrivent à échéance après le 28 juin 2024, b) dont les contrats ne contiennent pas de clauses de repli ou sont dotés de clauses de repli inadéquates et c) dont la modification nécessite un seuil élevé de consentement. Malgré ces caractéristiques, il est possible de remédier à la situation en recourant à diverses solutions, dont les suivantes :

- i. Option de rachat par anticipation exercée par l'émetteur
- ii. Sollicitation de consentement permettant d'obtenir l'approbation des détenteurs de titres pour modifier les clauses de repli visant le taux CDOR
- iii. Offre publique de rachat lancée par l'émetteur

Une liste de titres qui pourraient être problématiques a été établie en examinant la clause de repli figurant dans leur documentation, et en déterminant si cette clause cadre avec les principaux éléments des clauses de repli recommandées par le Groupe de travail. Ensuite, pour repérer les titres réellement problématiques, le seuil de consentement en fonction du nombre de porteurs de titres a été évalué, et les clauses de repli ont été passées en revue par des juristes.

3.1 Titres de sociétés et titres provinciaux

L'analyse effectuée par le Groupe de travail a permis d'établir une liste de vingt (20) titres, totalisant environ 17 milliards de dollars canadiens, qui, selon le Groupe, ne disposent pas actuellement de clauses de repli satisfaisantes et dont les actes de fiducie devront être modifiés. Seize (16) de ces titres problématiques pour la transition sont régis par le droit canadien et quatre (4) par le droit américain. Voici la liste de ceux qui relèvent du droit canadien :

Pièce 1-2 – Numéros CUSIP des titres existants qui relèvent du droit canadien

	Numéro CUSIP	Échéance	Prochaine date de remboursement par anticipation
1.	66989ZES3	09-nov-24	-
2.	891160RP0	14-sept-28	14-sept-23
3.	455870AD7	15-sept-28	15-sept-23
4.	86682ZAJ5	19-sept-28	19-sept-23

⁶ Données au 31 décembre 2022, fournies par la Société canadienne d'hypothèques et de logement

5.	06415ELY9	18-janv-29	18-janv-24
6.	136765BF0	11-juin-29	11-juin-24
7.	891160QY2	25-juil-29	25-juil-24
8.	56501RAF3	20-août-29	20-août-24
9.	190330AD2	29-oct-30	29-oct-25
10.	AL7474292	31-déc-30	-
11.	8911457R9	04-mar-31	04-mar-26
12.	56502FAA9	15-déc-41	15-déc-36
13.	866796AD7	29-mai-42	29-mai-37
14.	80928BAC0	31-déc-56	31-déc-36
15.	89356BAD0	18-mai-77	18-mai-27
16.	29250NAT2	27-sept-77	c

Ces titres ont été émis avant juin 2019, date à laquelle les émetteurs sur le marché canadien ont commencé à intégrer des clauses de repli standard plus complètes à leurs contrats. Certains des titres émis après mai 2019 (mais pas tous) ont été examinés, car on suppose que les clauses de repli adoptées par le marché canadien suffiraient pour assurer la transition du taux CDOR au taux CORRA puisque les clauses standard étaient bien établies et utilisées à ce moment-là. Par conséquent, il est recommandé aux émetteurs et à leurs investisseurs respectifs de vérifier que les clauses de repli existantes dans les contrats prévoient l'adoption d'un autre taux de référence que le taux CDOR.

À moins que l'émetteur soit prêt à exercer son éventuelle option de rachat par anticipation des titres problématiques ou à lancer une offre publique de rachat de ces titres (dans ce cas, il devrait publier une déclaration d'intention indiquant qu'il demandera le consentement des détenteurs si jamais il n'exerce pas l'option de rachat ou ne lance pas d'offre publique de rachat), on recommande de modifier, après avoir sollicité et obtenu le consentement des détenteurs, les modalités des actes de fiducie de ces 16 titres problématiques restants qui relèvent du droit canadien pour y intégrer les clauses de repli recommandées par le Groupe de travail. Ces actes de fiducie prévoient généralement que toute modification pouvant avoir une incidence sur le paiement des intérêts doit d'abord être approuvée par une proportion définie des détenteurs de chacun des titres (par exemple, certains actes sous-jacents à un acte de fiducie ne peuvent être modifiés qu'avec le consentement des détenteurs représentant 66⅔ % de l'encours du principal et d'autres nécessitent la « majorité », un terme non défini mais qui correspond sans doute à une majorité simple [soit plus de 50 %]). Cela n'est pas impossible à réaliser. En effet, de telles modifications ont été effectuées ailleurs pour répondre à des exigences similaires.

En plus des 16 titres problématiques canadiens, la liste suivante de titres régis par les lois de l'État de New York a été établie :

Pièce 1-3 – Numéros CUSIP des titres existants fondés sur le taux CDOR qui sont régis par les lois de l’État de New York

	Numéro CUSIP	Échéance	Prochaine date de remboursement par anticipation
1.	060505FM1	25-avr-25	25-avr-24
2.	060505FG4	20-sept-25	20-sept-24
3.	38141GWR1	31-oct-25	31-oct-24
4.	172967EB3	24-mai-27	Tous les mois

Ces quatre (4) titres problématiques relevant de l’administration américaine totalisent 2,3 milliards de dollars canadiens. Ils sont assujettis à la *Trust Indenture Act of 1939* (la *Loi*), selon laquelle, en dépit de ce qui est indiqué dans les actes de fiducie relatifs à un titre : « le droit de tout détenteur de titres émis aux termes d’un acte de fiducie de recevoir [...] des intérêts sur ceux-ci [...] ne doit pas être compromis ou affecté sans le consentement de ce détenteur ». En fait, cette disposition exige d’obtenir le consentement unanime de tous les détenteurs pour changer le taux de référence. Étant donné la nécessité d’adopter le taux SOFR comme taux de référence en remplacement du LIBOR pour le dollar américain, qui cessera bientôt d’être publié, le Congrès a modifié la *Loi* de manière à fournir une solution législative pour les clauses de repli par défaut. Cette modification a dans les faits permis de changer le taux de référence (soit de remplacer le LIBOR pour le dollar américain par le taux SOFR) dans les actes de fiducie régis par la *Loi* sans devoir satisfaire à cette exigence de consentement.

Malheureusement, les changements instaurés par la *Loi* s’appliquent uniquement aux titres basés sur le LIBOR pour le dollar américain. Cependant, le passage du taux CDOR au taux CORRA est similaire au passage du taux LIBOR au taux SOFR. Il faut, de la même façon, modifier le taux de référence prévu pour les titres problématiques afin de se préparer à la cessation de la publication du taux CDOR. Ainsi, il y a d’excellentes raisons de penser que le consentement unanime ne devrait pas être requis et que l’intention derrière la modification de la *Loi* devrait aussi s’appliquer dans le cas de l’abandon du taux CDOR. Le Groupe de travail souligne que l’analyse contenue dans ce rapport ne constitue pas un avis juridique et que les participants au marché doivent examiner l’applicabilité de la *Loi* avec leur conseiller juridique.

Bon nombre de ces titres de sociétés existants sont des instruments de fonds propres réglementaires qui sont remboursables par anticipation avant le début d’une période d’établissement du taux CDOR.

3.2 Titres hypothécaires LNH

Les titres hypothécaires émis en vertu de la *Loi nationale sur l’habitation* (TH LNH) qui sont exempts de clauses de repli et qui seront touchés par l’abandon du taux CDOR après le 28 juin 2024 totalisent environ 4,4 milliards de dollars et sont répartis en 445 blocs. Ces blocs requièrent un seuil de consentement élevé pour intégrer aux documents connexes les clauses de repli recommandées par le Groupe de travail. Ainsi, tous ces blocs peuvent être considérés comme des titres problématiques.

Toutefois, comme la majorité de ces blocs sont détenus à 100 % par une seule entité, à savoir la Fiducie du Canada pour l’habitation ou la banque émettrice de TH LNH, le Groupe de travail sur le TARCOM s’attend à ce que ces titres passent au taux de rechange recommandé (un taux basé sur le taux CORRA) avant le 28 juin 2024 sans difficulté majeure.

Le petit nombre de blocs restants représente environ 20 % de la valeur totale de l'encours et l'échéance la plus éloignée est octobre 2025. Dans ce cas précis, le Groupe de travail conseille aux émetteurs de TH LNH concernés d'obtenir le consentement des investisseurs pour intégrer les clauses de repli recommandées.

3.3 Billets structurés

Les billets structurés sont les billets émis par une institution financière dont le coupon ou le principal est lié aux cours des actions, aux taux d'intérêt, aux taux de change, aux cours des marchandises ou à d'autres indices. Ces billets sont surtout vendus aux investisseurs particuliers par des conseillers en placements, mais certains sont vendus aux institutions par des courtiers. On ne connaît pas avec certitude la taille totale du marché des billets structurés libellés en dollars canadiens. On estime toutefois qu'elle se situe entre 50 et 75 milliards de dollars. Bien que chaque billet soit généralement émis à une petite valeur notionnelle, il existe des milliers de titres différents (numéros CUSIP) sur le marché. Les contrats d'un grand nombre de billets émis ne contiennent aucune mention du taux CDOR, mais il y en a certainement beaucoup qui renvoient à ce taux. Même si l'échéance initiale des billets varie, la plupart ont une échéance de deux à cinq ans. Une proportion importante des émissions arrivera donc à échéance avant la date d'abandon du taux CDOR.

En consultation avec les principaux émetteurs de billets structurés, le Groupe de travail a déterminé que les contrats de presque tous les titres existants (c.-à-d. ceux arrivant à échéance après le 28 juin 2024) prévoient des solutions de rechange efficaces au taux CDOR. Certains intègrent les clauses de repli recommandées par le Groupe de travail, qui constituent la mesure corrective la plus automatique. Les titres dont les contrats n'intègrent pas ces clauses sont presque tous remboursables par anticipation, ou leurs contrats permettent aux émetteurs de modifier certaines modalités, dont le taux de référence. Le Groupe de travail suggère aux émetteurs d'adopter les clauses de repli qu'il recommande au moment de modifier les documents.

Indépendamment de ce qui précède, le Groupe de travail et les émetteurs de billets procèdent actuellement à une analyse plus approfondie pour s'assurer de trouver une solution satisfaisante pour les billets structurés liés au taux CDOR.

4. Recommandation

L'analyse du Groupe de travail a révélé que le nombre de titres problématiques et leurs expositions sont relativement faibles en termes absolus (environ 18 milliards de dollars) et en proportion du volume total des titres existants (15 %). Étant donné la faible taille des émissions et qu'il est assez facile de trouver des mesures correctives pour les contrats de ces titres, le Groupe de travail a déterminé qu'une solution législative comme celles mises en place ailleurs ne serait pas nécessaire. Il croit que la meilleure ligne de conduite pour les participants au marché – émetteurs et investisseurs compris – est la suivante :

1. Ils passeront en revue les modalités des contrats de tous leurs titres arrivant à échéance après le 28 juin 2024, vérifieront que les clauses de repli sont adéquates et examineront les étapes à suivre pour se préparer à l'abandon du taux CDOR avec un conseiller juridique.
2. Ils collaboreront pour modifier les modalités des contrats concernés en sollicitant le consentement des détenteurs de titres, afin d'y ajouter une clause de repli améliorée pour ce qui concerne tant le taux de coupon que le calendrier des paiements, de manière à ce que ces modalités tiennent compte des clauses de repli recommandées par le Groupe de travail; ou

3. Ils publieront une déclaration d'intention indiquant qu'ils solliciteront, au besoin à une date ultérieure, le consentement des détenteurs de titres pour modifier les modalités de leurs contrats, de manière à ce que ces modalités tiennent compte des clauses de repli recommandées par le Groupe de travail; ou
4. L'émetteur exercera son option de rachat par anticipation des titres concernés ou lancera une offre publique de rachat de ces titres avant l'abandon du taux CDOR.

Les clauses de repli recommandées par le Groupe de travail sur le TARCOT sont publiées dans la [section des documents clés](#) sous Conventions et clauses de repli de la [page Web](#) du Groupe.