



Conséquences de l'abandon du taux CDOR pour le marché des acceptations bancaires

Sommaire

Le 16 mai 2022, l'administrateur réglementé du Canadian Dollar Offered Rate (CDOR), Refinitiv Benchmark Services (UK) Limited (RBSL), a [annoncé](#) qu'il cesserait de publier le taux CDOR après le 28 juin 2024. On s'attend à ce que l'abandon de la publication du taux CDOR mette fin au modèle de financement par voie d'acceptations bancaires (AB), à l'origine des AB vendues aux investisseurs du marché monétaire. Ainsi, il n'y aurait pas ou très peu d'émission d'AB après juin 2024. Par contre, l'émission de cet instrument devrait demeurer relativement robuste jusqu'à la fin de 2023 et diminuer progressivement à mesure que se rapprochera la date de l'abandon du taux CDOR.

Les AB constituent d'importants actifs financiers à court terme du marché monétaire libellés en dollars canadiens : elles comptent actuellement pour environ 20 % de l'encours notionnel des titres du marché monétaire canadien, ce qui en fait le deuxième instrument en importance de ce marché, derrière les bons du Trésor du gouvernement du Canada. Elles représentent une grande part des produits à 1 mois disponibles pour les investisseurs.

En réponse aux préoccupations des investisseurs concernant la cessation probable de l'émission d'AB, le Forum canadien des titres à revenu fixe¹ a organisé une série d'ateliers ciblés afin de recueillir des commentaires et de discuter de solutions de rechange possibles pour les investisseurs et les autres participants au marché. Plus de 80 spécialistes du secteur, représentant des banques, des courtiers, des émetteurs, des gestionnaires d'actifs, des caisses de retraite, des compagnies d'assurance, des organismes de réglementation et des fournisseurs d'infrastructure financière, ont participé aux ateliers.

Voici les points saillants des discussions qui ont eu cours dans le cadre de ces ateliers :

- Les investisseurs ont des besoins variés pour leurs placements sur le marché monétaire, que ce soit sur le plan de la liquidité, du rendement, de la durée, de la qualité du crédit, du montant ou de la prévisibilité des émissions.
- Les émetteurs et emprunteurs financiers préfèrent le financement à long terme, alors que les investisseurs du marché monétaire ont tendance à privilégier les instruments de placement à court terme. Il est donc peu probable qu'un seul instrument remplace à lui seul les AB dans le segment à échéance de 1 mois, lesquelles constituent la grande majorité des AB émises.
- Comme le degré de complexité de mise en œuvre varie selon les substituts potentiels, il est d'autant plus important de planifier et d'affecter rapidement les ressources nécessaires, compte tenu des pressions sur les ressources et des échéanciers liés aux processus.

¹ 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. Le Forum tient à remercier les coresponsables, Greg Moore (TD) et Earl Davis (BMO Gestion mondiale d'actifs), pour leur leadership et leur contribution aux ateliers.



- Une partie des investisseurs du marché monétaire sont assujettis à des règlements qui limitent leur capacité de recourir à certaines des options de placement proposées lors des ateliers.

L'élargissement des possibilités de placement au sein du marché monétaire, notamment par la mise au point de nouveaux types de produits de placement, jouera un rôle important pour faciliter une transition ordonnée vers des produits de placement autres que les AB par suite de l'arrêt de la publication du taux CDOR.

Pour certains groupes d'investisseurs du marché monétaire, il serait aussi possible d'élargir ces possibilités grâce à l'évolution continue du régime de réglementation du Canada, en particulier pour ce qui touche les règlements administrés par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM). En règle générale, les sociétés de gestion d'actifs constituent le deuxième groupe d'investisseurs le plus important dans les AB, et la majorité d'entre elles gèrent des fonds d'investissement régis par le *Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement* des ACVM. Outre ce règlement, d'autres règlements des ACVM s'appliqueraient aux participants au marché souhaitant émettre ou utiliser des produits de placement en remplacement des AB.

Pour assurer une transition sans heurts, il faudra que les investisseurs, les émetteurs, les autorités de réglementation et les décideurs soient mieux informés sur les solutions de rechange aux AB et sur la possibilité pour les investisseurs de recourir à ces solutions, étant donné qu'il reste relativement peu de temps avant la fin des émissions d'AB. Le Forum canadien des titres à revenu fixe, en collaboration avec des acteurs du secteur, continuera de surveiller le déroulement des choses et aidera, dans la mesure du possible, à faciliter la transition. À cette fin, il a mis sur pied un groupe de travail sur les AB, coprésidé par Elaine Lindhorst (Gestion de Placements TD) et Charles Lesaux (RBC Marchés des Capitaux).



1. Introduction

Le Canadian Dollar Offered Rate (CDOR) a été créé dans les années 1980 pour servir de taux de référence pour la tarification des facilités de crédit fondées sur des acceptations bancaires (AB), lesquelles sont à l'origine des AB vendues aux investisseurs du marché monétaire. Ces types de facilités de crédit sont offertes surtout par les principaux prêteurs canadiens et représentent donc la majeure partie des prêts bancaires institutionnels octroyés aux grandes sociétés et aux sociétés commerciales canadiennes. Les AB sont aussi d'importants actifs à court terme pour les investisseurs du marché monétaire : elles comptent pour à peu près 20 % (80 à 90 milliards de dollars environ) de l'encours notionnel des titres du marché monétaire canadien.

À la suite d'une consultation publique, l'administrateur réglementé du taux CDOR, Refinitiv Benchmark Services (UK) Limited (RBSL), a [annoncé](#), le 16 mai 2022, qu'il cesserait de publier le taux CDOR après le 28 juin 2024. On s'attend à ce que l'abandon de la publication du taux CDOR mette fin au modèle de financement par voie d'AB, ce qui entraînera probablement l'arrêt de l'émission d'AB après juin 2024. D'après les discussions tenues avec les banques membres du panel CDOR, l'émission d'AB devrait demeurer relativement robuste jusqu'à la fin de 2023, puis cesser ou devenir très limitée après le 28 juin 2024. On prévoit que les prêts fondés sur des AB passeront à un modèle basé sur le taux CORRA composé à terme échu ou le taux CORRA à terme et qu'aucun instrument du marché monétaire ne sera émis par suite de l'utilisation des fonds.

1.1 Le Forum canadien des titres à revenu fixe et la réforme des taux de référence au Canada

Le Forum canadien des titres à revenu fixe (le Forum) 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. Ses objectifs sont les suivants :

- accroître l'efficacité et la résilience du marché canadien des titres à revenu fixe
- hausser la qualité et la clarté des pratiques de négociation des titres à revenu fixe au Canada ainsi que favoriser la compréhension de ces pratiques à l'échelle du marché
- évaluer l'infrastructure du marché et proposer des changements
- faire part des recommandations et des analyses aux organismes de surveillance et de réglementation, aux groupes sectoriels et à d'autres participants au marché, au besoin

Le Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien a été créé par le Forum en mars 2018 pour aider à piloter la réforme des taux de référence au Canada. En décembre 2021,



le Groupe de travail a recommandé que RBSL cesse le calcul et la publication du taux CDOR après juin 2024².

1.2 Ateliers sur les conséquences de l'abandon du taux CDOR pour le marché monétaire canadien

En réponse aux préoccupations des investisseurs concernant la cessation probable de l'émission d'AB, le Forum a organisé une série d'ateliers ciblés afin de recueillir des commentaires et de discuter de solutions de rechange possibles pour les investisseurs et les autres participants au marché. Plus de 80 spécialistes du secteur, représentant des banques, des courtiers, des émetteurs, des gestionnaires d'actifs, des caisses de retraite, des compagnies d'assurance, des organismes de réglementation et des fournisseurs d'infrastructure financière, ont participé aux ateliers.

Le présent livre blanc résume les principales conclusions des ateliers, mettant en lumière l'importance pour les investisseurs, les émetteurs, les autorités de réglementation et les décideurs d'être mieux informés sur le sujet afin que la transition vers des produits de placement autres que les AB se déroule sans heurts.

2. L'AB : un instrument clé du marché monétaire canadien

La structure des prêts fondés sur des AB a été créée à l'origine dans les années 1960 pour faciliter la mise sur pied d'un marché des prêts aux entreprises au Canada³. Essentiellement, les facilités de crédit par voie d'AB sont des marges de crédit confirmées que les banques offrent à leurs clients institutionnels et commerciaux : lorsque ces clients tirent sur leur marge de crédit, un titre à court terme (l'AB) assorti de la même échéance que le tirage est créé. La banque peut conserver ce titre à son bilan ou le vendre sur le marché⁴. L'échéance de l'AB est déterminée par la société emprunteuse et puisque la plupart des AB sont créées à partir de facilités de crédit renouvelables, elles ont le plus souvent une durée de 1 mois (dans 85 à 90 % des cas). Les AB sont généralement renouvelées chaque mois si le prêt n'est pas remboursé. Le Canada est le seul grand pays à avoir conservé le modèle original des prêts fondés sur des AB comme modèle des prêts institutionnels. La plupart des autres pays l'ont délaissé depuis des décennies, compte tenu de l'évolution des modèles de financement des banques et du fait que les AB émises ne servent plus à financer les tirages sur les prêts. L'Australie a été le dernier pays à délaissé le modèle après la crise financière mondiale, principalement en raison des réformes de Bâle III – mises en place en réaction à cette

² Le Groupe de travail a recommandé une période de transition en deux étapes en vue du remplacement du taux CDOR. La première étape se déroulera jusqu'au 30 juin 2023, et la seconde s'achèvera le 28 juin 2024. Au terme de la première période, on s'attend à ce que le taux CORRA soit devenu le taux de référence pour tous les nouveaux produits dérivés et titres au comptant, et à ce qu'il n'y ait aucune nouvelle exposition au taux CDOR après cela, sauf dans certains cas limités, notamment dans le cas où les produits dérivés couvrent ou réduisent les expositions au taux 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 prendra fin le 28 juin 2024, donnera 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. Une période de transition prolongée permettra à un plus grand nombre de titres fondés sur le taux CDOR d'arriver à échéance.

³ Des modèles de financement similaires basés sur l'élaboration d'un instrument du marché monétaire connexe ont été créés dans de nombreux autres pays.

⁴ Les facilités de crédit par voie d'AB sont généralement des engagements confirmés, mais peuvent aussi ne pas l'être.



crise –, qui dissuadent les banques d'émettre des instruments de financement de gros à très court terme, soit des instruments de type AB à 1 mois⁵.

Les AB constituent d'importants actifs à court terme du marché monétaire libellés en dollars canadiens : elles comptent actuellement pour environ 20 % de l'encours notionnel des titres du marché monétaire canadien, ce qui en fait le deuxième instrument en importance de ce marché, derrière les bons du Trésor du gouvernement du Canada. Elles représentent une grande part des produits à 1 mois disponibles pour les investisseurs. Des entités diverses investissent dans les AB, dont les compagnies d'assurance, les caisses de retraite, les fonds de placement du marché monétaire⁶, les sociétés, les services de trésorerie des banques, les organismes publics et les sociétés de gestion d'actifs (le graphique 1 montre la répartition des acheteurs d'AB par type d'investisseur). Pour ces investisseurs, les AB offrent un rendement intéressant par rapport à d'autres actifs à court terme, comme les bons du Trésor émis par le gouvernement fédéral et les provinces, tout en étant quand même relativement liquides et bien notées, puisqu'elles ont la même note de crédit que la banque émettrice. Le graphique 2 montre la différence entre les taux de rendement disponibles pour les AB et les bons du Trésor. Par exemple, depuis 2019, les rendements des AB ont dépassé d'environ 30 points de base ceux des bons du Trésor du gouvernement du Canada de durée équivalente. On s'attend à ce que l'écart entre les AB et les bons du Trésor du gouvernement du Canada de durée comparable se réduise à mesure que les émissions d'AB diminueront et que les AB se feront plus rares à l'approche de l'échéance de juin 2024⁷.

Même si beaucoup d'investisseurs préfèrent peut-être continuer d'acheter des AB, ils doivent être conscients que l'émission d'AB cessera probablement complètement après juin 2024, sous l'effet de l'abandon du taux CDOR, parce que cela marquera la fin du modèle de financement par voie d'AB au Canada. Ce modèle de financement s'appuie sur un taux de référence fondé sur la note de crédit ou sur un autre indicateur, en l'occurrence le taux CDOR, pour fixer le taux des prêts. Les investisseurs devront donc envisager d'autres options pour pouvoir remplacer, d'ici juin 2024, les AB qu'ils détiennent dans leurs portefeuilles de placements.

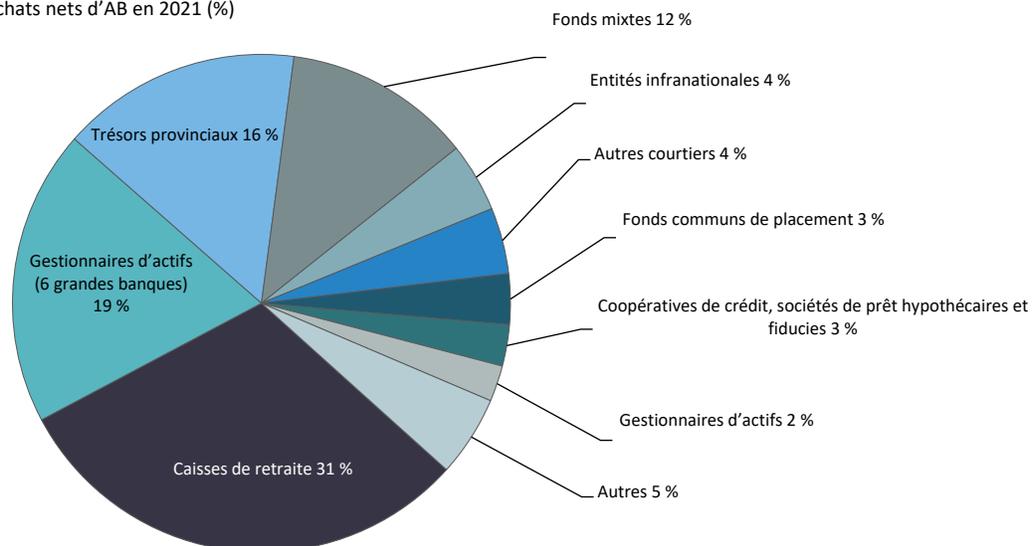
⁵ Pour en savoir plus sur le modèle des prêts fondés sur des AB et l'évolution du marché des AB, consulter le document [Examen du taux CDOR par le Groupe de travail sur le TARCOT : analyse et recommandations](#) et celui de la Banque du Canada intitulé [Le marché des acceptations bancaires au Canada : notions de base](#).

⁶ Le *Règlement 81-102* encadre les fonds du marché monétaire et prévoit des exigences minimales de liquidité, des échéances maximales, des 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.

⁷ L'écart entre le taux CDOR et le taux des AB devrait donc se creuser.

Graphique 1 : Acheteurs nets d'AB vendues par des courtiers

Proportion des achats nets d'AB en 2021 (%)



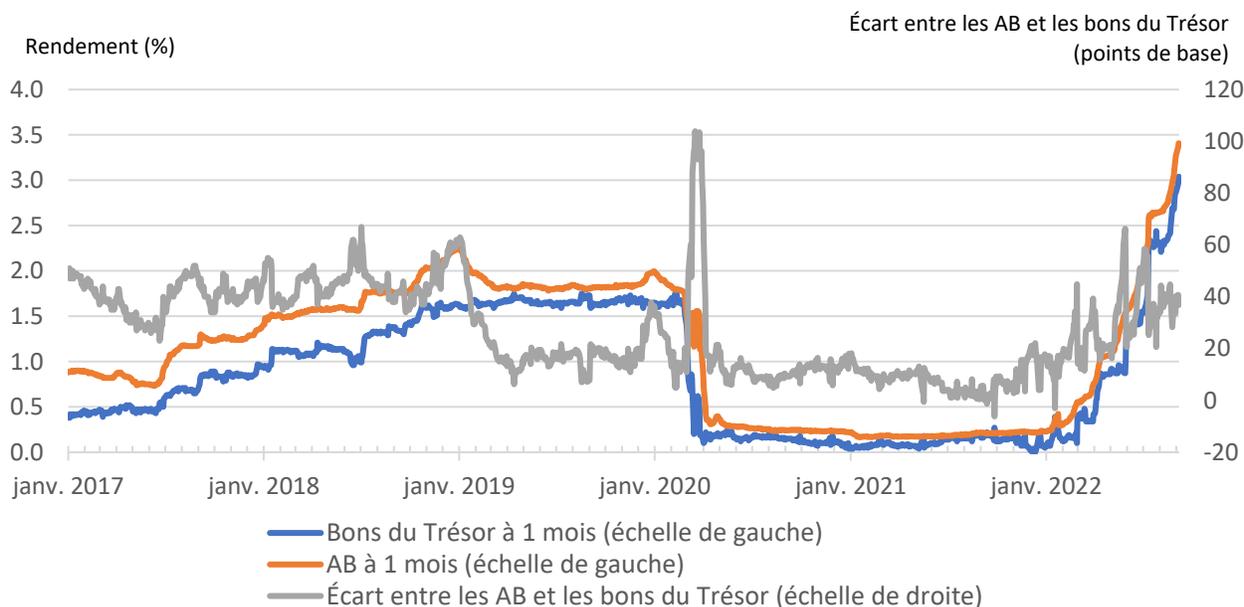
Sources : Système d'établissement de relevés des opérations sur le marché de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 23 septembre 2021



Graphique 2 : Comparaison entre le rendement des AB à 1 mois et celui des bons du Trésor à 1 mois

Entre janvier 2017 et septembre 2022



Sources : Banque du Canada et Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières

3. Points saillants des ateliers organisés par le Forum

Compte tenu des commentaires que le Groupe de travail a reçus des investisseurs au cours de ses travaux sur la recommandation à RSBL de mettre fin à la publication du taux CDOR ainsi que de l'incidence que cette recommandation pourrait avoir sur les AB, le Forum a organisé une série d'ateliers ciblés pour discuter des enjeux. Ces ateliers ont réuni des participants du côté acheteur et du côté vendeur pour leur permettre d'échanger leurs points de vue sur la disparition des AB, d'explorer d'éventuelles solutions de rechange aux AB et de cerner les contraintes que pourraient impliquer ces solutions de rechange. Le Forum a aussi invité les membres des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM)⁸ à participer aux discussions, étant donné que certains investisseurs sont assujettis à la réglementation des ACVM⁸. Les points saillants des ateliers sont présentés ci-dessous.

Les investisseurs ont des besoins variés pour leurs placements sur le marché monétaire, que ce soit sur le plan de la liquidité, du rendement, de la durée, de la qualité du crédit, du montant ou de la prévisibilité des émissions. Les investisseurs évaluent généralement la pertinence d'un instrument en fonction de ces facteurs. Leurs besoins et leurs préférences varieront selon leurs mandats respectifs et les exigences réglementaires auxquelles ils doivent se conformer. Par exemple, le gestionnaire d'un portefeuille de liquidités sera probablement disposé à accepter un rendement inférieur en échange d'une plus grande liquidité, alors qu'un gestionnaire ayant un objectif de rendement précis accordera plus d'importance au rendement de l'actif. Pour certains investisseurs, les produits structurés ou autres que

⁸ Par exemple, les activités de la plupart des sociétés de gestion d'actifs offrant des produits du marché monétaire sont régies par le *Règlement 81-102*.



des titres peuvent également poser des défis supplémentaires du point de vue de la gouvernance et des opérations.

Selon les discussions avec les participants au marché, aucun instrument du marché monétaire ne pourra remplacer à lui seul les AB à 1 mois. Les émetteurs et les emprunteurs préfèrent le financement à long terme, alors que les investisseurs du marché monétaire ont tendance à privilégier les instruments de placement à court terme. Contrairement aux services de trésorerie des banques, il est peu probable que les émetteurs non bancaires du marché monétaire changent sensiblement leurs plans par suite de la disparition du marché des AB. Comme les émetteurs non bancaires se soucient de la fréquence, de la durée et du montant des émissions principalement en fonction de leurs besoins de financement, ils sont peu susceptibles de modifier substantiellement leurs plans d'émission en réponse à la transformation du marché des AB.

Les services de trésorerie des banques, pour leur part, ont indiqué qu'ils augmenteraient l'émission d'autres types d'instruments de financement à court terme, notamment les billets de dépôt au porteur (BDP) et les dépôts à terme, en réaction à la cessation de l'émission d'AB. La mesure dans laquelle les banques remplaceront les AB par des BDP dépendra de la demande des investisseurs et du coût des autres sources de financement, y compris les dépôts à terme et les capitaux étrangers convertis en dollars canadiens. Toutefois, ils privilégieront le segment à échéance de 3 à 12 mois plutôt que celui à 1 mois très répandu dans le cas des AB. Cette préférence pour le financement à plus long terme sur le marché monétaire est motivée par les changements aux modèles de financement des banques imposés à l'échelle mondiale par les réformes de Bâle III et d'autres dispositifs réglementaires⁹. Selon les discussions avec les banques canadiennes émettrices d'AB, l'écart entre la diminution des émissions d'AB et l'augmentation potentielle des émissions de BDP pourrait représenter jusqu'à deux tiers de l'encours actuel (environ 60 milliards de dollars), le tiers environ des nouveaux BDP émis devant être assortis d'une échéance de 6 à 12 mois.

En revanche, les investisseurs ont manifesté un grand intérêt pour des produits à plus court terme, en raison notamment de la liquidité qu'ils procurent, de la gestion du risque de taux d'intérêt et des exigences réglementaires. Ainsi, d'après les résultats des ateliers, il faudra probablement recourir à diverses solutions de rechange puisqu'aucun produit existant ne pourra combler à lui seul l'écart potentiel important dans le segment à échéance de 1 mois lorsque l'émission d'AB cessera. De nombreux participants aux ateliers y ont vu une excellente occasion de faire évoluer le marché monétaire canadien et de le rendre plus transparent, notamment en concevant de nouveaux produits pour remplir le vide laissé par la disparition des AB. Cela pourrait passer par l'introduction d'un bon du Trésor à 1 mois du gouvernement du Canada, l'option considérée par certains comme la plus viable pour remplacer éventuellement une grande partie des AB à 1 mois en demande actuellement, malgré le rendement plus faible de cette option.

Comme le degré de complexité de mise en œuvre varie selon les substituts potentiels, il est d'autant plus important de planifier et d'affecter rapidement les ressources nécessaires, compte tenu des pressions sur les ressources et des échéanciers liés aux processus. Certaines options évoquées au cours

⁹ Les principaux indicateurs réglementaires pertinents pour les émissions bancaires à court terme comprennent le ratio de liquidité à court terme (LCR) et le ratio structurel de liquidité à long terme (NSFR) de Bâle III, ainsi que les flux de trésorerie nets cumulatifs (NCCF) du BSIF.



des ateliers, tels les BDP, le papier commercial et les bons du Trésor des provinces et du gouvernement du Canada, peuvent être relativement faciles à utiliser par les investisseurs, beaucoup d'entre elles étant déjà à leur disposition. D'autres, comme les cessions en pension et les dépôts à terme, peuvent exiger des connaissances particulières, la signature de nouveaux documents juridiques ainsi que d'autres investissements opérationnels, y compris la mise à jour éventuelle des politiques relatives aux portefeuilles et des systèmes de négociation à l'interne.

Certains participants au marché peuvent également être soumis à des contraintes réglementaires limitant leurs choix de placement, même si ceux-ci sont considérés comme des solutions de rechange potentiellement très viables. Pour faciliter une transition ordonnée vers d'autres produits de placement viables, ces participants au marché assujettis à la réglementation peuvent tenter d'obtenir un allègement réglementaire¹⁰ à l'égard de certains paramètres, compte tenu de l'incidence que la disparition des AB aura sur leurs options de placement. Mais, comme le processus peut être long, il est important de commencer la planification le plus tôt possible en gardant à l'esprit que le taux CDOR cessera d'être publié après le 28 juin 2024 et qu'il ne devrait plus y avoir d'émission d'AB après cette date. Pour faciliter une transition ordonnée vers des produits de placement autres que les AB, les participants au marché sont invités à faire appel à un conseiller juridique, au besoin, et à présenter, le plus tôt possible, une demande de dispense auprès des organismes de réglementation des valeurs mobilières concernés¹¹.

4. Options de placement possibles pour remplacer les AB

Cette section met en lumière les diverses solutions de rechange aux AB évoquées au cours des ateliers. Les solutions de rechange existantes y sont présentées d'abord, organisées essentiellement en fonction du degré de complexité de leur mise en œuvre. Toutefois, le niveau de préparation opérationnelle dépendra des circonstances individuelles, notamment de la structure organisationnelle des investisseurs, de leur mandat, de leur degré de connaissance et de la surveillance réglementaire à laquelle ils sont soumis. La section se termine par un aperçu général d'autres produits de placement potentiels discutés pendant les ateliers. Il s'agit de produits nouveaux ou qui sont moins utilisés actuellement par les investisseurs du marché monétaire canadien.

¹⁰ Il faut généralement plus de cinq ans pour faire apporter un changement à la réglementation. Toutefois, les investisseurs peuvent demander un allègement réglementaire par le biais d'une ordonnance générale ou d'une dispense pour un seul investisseur ou un groupe d'investisseurs.

¹¹ Comme il est indiqué dans le présent document, les fonds communs de placement du marché monétaire qui souhaitent recourir à des produits de placement à court terme en remplacement des AB pourraient avoir besoin d'une dispense à l'égard de certaines dispositions du *Règlement 81-102*. D'autres participants au marché désirant émettre ou utiliser des produits de placement de rechange devraient déterminer s'il leur faudra une dispense à l'égard de toute autre disposition figurant dans la législation pertinente liée aux titres.

Tableau sommaire – Options de placement possibles pour remplacer les AB

Options	Durée	Prévisibilité et régularité des émissions	Liquidité sur le marché secondaire (égale ou supérieure à celle des AB)	Qualité du crédit (égale ou supérieure à celle des AB)*	Rendement (par rapport à celui des AB pour une échéance donnée)	Titre unique avec numéro d'identification (CUSIP/ISIN)
Instruments existants**						
BDP	Généralement ≥ 3 mois	Varie selon l'émetteur	Dépend de l'échéance	Oui	Semblable ⁺	Oui
Bons du Trésor réguliers du gouvernement du Canada	≥ 3 mois	Oui	Oui	Oui	Inférieur	Oui
Bons du trésor provinciaux	Généralement ≥ 3 mois	Varie selon l'émetteur	Oui	Oui (en général)	Inférieur	Oui
PCAA	Variable	Non	Non	Oui	Supérieur	Oui
Papier commercial	Variable	Non	Dépend de l'émetteur	Non (en général)	Dépend de l'émetteur	Oui
Dépôts à terme	Flexible	Non	Non	Oui	Variable	Non
Cessions en pension bilatérales	Flexible	Non	Non	Oui	Inférieur	Non
Cessions en pension tripartites	Flexible	Non	Non	Oui	Inférieur	Non
Nouveaux instruments potentiels						
Bons du Trésor à 1 mois réguliers du gouvernement du Canada	1 mois	Oui	Oui	Oui	Inférieur	Oui
Unités du panier d'actifs généraux donnés en garantis de la CDCC	1 à 3 mois	À déterminer	À déterminer	Oui	Inférieur	Oui
Dépôts structurés	Flexible	Non	Non	Oui	Variable	Non
BDP à taux variable	≥ 3 mois	À déterminer	À déterminer	Oui	Variable	Oui
BDP structurés	Flexible	À déterminer	À déterminer	Oui	Variable	Oui

*En supposant qu'il s'agit du même émetteur pour les produits applicables émis par des banques commerciales.

**Le tableau comprend seulement les instruments libellés en dollars canadiens. Voir la section 4.2 pour l'option potentielle sur devise.

⁺Se limite normalement à 5 points de base.

4.1 Solutions de rechange présentant le plus bas degré de complexité de mise en œuvre pour la plupart des participants

Billets de dépôt au porteur (BDP)

Les BDP sont émis pour procurer du financement général de trésorerie à la banque, et non créés spécifiquement pour le tirage d'un prêt par l'emprunteur, comme les AB. Ils sont émis directement par une banque en son propre nom et sont les plus proches substituts des AB sur les plans de la qualité du



crédit et du rendement. Comme les BDP sont émis en réponse à un besoin financement précis de la banque et à la demande de l'investisseur, leur émission est légèrement moins prévisible. À la manière des AB, ils sont négociables sur le marché secondaire. Les BDP sont perçus comme ayant un profil de crédit équivalent aux AB puisqu'ils sont émis par les mêmes entités. Par contre, ils sont généralement émis avec des échéances plus longues, allant de 3 mois à 1 an. Les banques émettrices d'AB ont confirmé qu'elles augmenteraient l'émission de BDP à mesure qu'elles réduiraient celle d'AB. Cependant, leur préférence sera d'en émettre sur le marché monétaire à des échéances plus longues que celle de 1 mois des AB, compte tenu des coûts réglementaires plus élevés associés à l'émission de papier bancaire à très courte échéance.

La plupart des participants aux ateliers estiment que la liquidité des AB et des BDP de même échéance est similaire, mais certains investisseurs ont exprimé des réserves quant à la liquidité des BDP. Cela s'explique en partie par l'échéance des BDP qui est généralement plus longue. Les règles de Bâle introduites depuis la crise financière mondiale dissuadent les banques d'acheter les effets à court terme d'autres banques, en particulier ceux qui arrivent à échéance après leur période de déclaration mensuelle réglementaire. La nature à très court terme de la majorité des AB signifie que l'achat d'AB d'autres banques n'a pas nécessairement d'incidence sur les ratios de liquidité et de financement. Les banques peuvent donc être plus disposées à acheter les AB (ou les BDP) d'autres banques si elles (ils) arrivent à échéance avant la période de déclaration. Contrairement aux effets qui arrivent à échéance dans les 30 jours, les BDP ont un cycle plus long qui fait qu'on s'en remet davantage à la liquidité procurée par le courtier de la banque émettrice si l'investisseur souhaite vendre un BDP. Cela rend les BDP un peu moins intéressants pour les gestionnaires de portefeuille qui ont un mandat de liquidité déterminé.

Dans les discussions avec des participants au marché australien qui avaient vécu des changements similaires dans leurs émissions bancaires à court terme avec l'élimination du modèle de financement par voie d'effets bancaires australiens¹², ceux-ci ont fait remarquer que les émissions bancaires s'étaient allongées par rapport à l'échéance à 1 mois, se déplaçant principalement vers les échéances à 3 et 6 mois, avec un très petit nombre se situant dans la tranche à 1 mois. Ils ont aussi indiqué que la liquidité du marché secondaire est principalement procurée aux participants au marché par la banque émettrice des certificats de dépôt négociables (leur produit équivalent du BDP), qui ont remplacé les effets bancaires à plus courte échéance (AB).

Il convient de noter que, même si les participants au marché considèrent les AB comme liquides, celles-ci ne l'étaient pas suffisamment au début de la pandémie de COVID-19 au Canada. La Banque du Canada a alors dû intervenir pour soutenir le fonctionnement ininterrompu du marché des AB en lançant la facilité d'achat d'acceptations bancaires¹³.

¹² Cette structure de prêt avait créé un produit du marché monétaire australien équivalent à l'AB.

¹³ La pandémie de COVID-19 nous a donné une occasion sans pareil de voir fonctionner le marché secondaire des AB durant un épisode de tensions financières. L'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) publie, à titre indicatif seulement et sur une base J + 1, les taux des AB à 1 et 3 mois déterminés à partir des transactions réalisées sur ces titres, déclarées au moyen du Système d'établissement de relevés des opérations sur le marché. 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 de négociation consécutifs dans l'impossibilité de publier un nouveau taux à 3 mois parce que le volume 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.



Bons du Trésor du gouvernement du Canada

Les bons du Trésor du gouvernement du Canada représentent le plus important segment du marché monétaire canadien. Ils sont émis de façon régulière et jouissent d'une excellente note de crédit. Ils sont liquides sur le marché secondaire et largement acceptés en garantie pour les appels de marge. Cependant, leur rendement est nettement inférieur à celui des AB. Étant considérés comme des actifs liquides de haute qualité aux fins de l'application de Bâle III, leur demande et conséquemment leur tarification peuvent aussi être influencées par des facteurs mondiaux.

À l'heure actuelle, les bons du Trésor réguliers du gouvernement du Canada sont seulement émis avec des échéances de 3, 6 et 12 mois. Le gouvernement du Canada émet aussi périodiquement des bons de gestion de trésorerie – des bons du Trésor avec des échéances de moins de 3 mois (parfois aussi courtes qu'un jour) qui sont utilisés, seulement au besoin, comme source de financement à court terme pour le gouvernement du Canada. Les bons du Trésor à plus courte échéance (moins de 3 mois) ne sont pas disponibles en quantité suffisante sur le marché secondaire, puisqu'ils sont pour la plupart détenus jusqu'à l'échéance par les investisseurs qui les acquièrent lors des adjudications ou après¹⁴.

Bons du Trésor provinciaux

Les bons du Trésor provinciaux offrent généralement un rendement légèrement supérieur à ceux du gouvernement du Canada, et ils ont une excellente note de crédit. Toutefois, leur émission est en général moins régulière et moins prévisible; la structure et les processus des émissions varient grandement d'une province à l'autre. De plus, comme les bons du Trésor du gouvernement du Canada émis actuellement, ils sont assortis de plus longues échéances et ne peuvent donc remplacer les AB dans le segment à échéance de 1 mois.

Papier commercial adossé à des actifs (PCAA)

Le PCAA constitue le quatrième segment en importance du marché monétaire canadien. Il offre habituellement un rendement quelque peu supérieur à celui des AB. Toutefois, son importance a grandement diminué à la suite de problèmes avec certains types de PCAA non bancaire en 2007-2008. Même si une majorité du PCAA émis aujourd'hui au Canada provient d'entités dont les promoteurs sont les grandes banques canadiennes, il conserve une certaine réputation négative auprès de certains investisseurs qui ne sont pas encore prêts à en acheter. On ne s'attend pas à ce que l'évolution du marché des AB ait une incidence importante sur l'offre de PCAA à court terme, puisque l'émission dépend de la croissance des actifs qui sous-tendent le programme de titrisation.

Papier commercial

Peu de sociétés émettrices ont une note de crédit aussi bonne et des besoins aussi grands que les émetteurs bancaires d'AB. En outre, le nombre de sociétés émettrices et la taille de leurs émissions au Canada sont limités par rapport à d'autres pays. Le rendement offert par le papier commercial dépend de la note de crédit des émetteurs. Bien que le papier commercial de note équivalente offre un rendement

¹⁴ Certains participants ont exprimé de l'intérêt pour un bon du Trésor à 1 mois, intégré au calendrier régulier d'adjudications du gouvernement, pour atténuer le choc de la réduction de l'offre d'AB. Ce point est abordé plus en détail à la section 4.3.



assez comparable à celui des AB, les émissions dépendent des besoins de financement particuliers de l'émetteur et n'ont donc pas la fréquence et la régularité que l'on retrouve dans les émissions d'AB. Il pourrait aussi y avoir des coûts de gouvernance additionnels pour l'investisseur qui souhaite ajouter de nouveaux émetteurs admissibles de papier commercial.

4.2 Solutions de rechange présentant un degré accru de complexité de mise en œuvre pour certains participants

Dépôts à terme

Les investisseurs peuvent gagner de l'intérêt en plaçant leur argent à un jour ou à terme auprès d'institutions de dépôt. Les dépôts à terme ont un profil de crédit similaire à celui des AB de la même institution. Cependant, ils sont assujettis à des frais de retrait par anticipation si les investisseurs ont besoin de leurs fonds avant l'échéance. Les taux d'intérêt offerts sur les dépôts à terme tendent aussi à être plus variables, puisqu'ils peuvent dépendre du type d'investisseur¹⁵ et des besoins de financement particuliers de l'institution de dépôt. Du point de vue opérationnel, les dépôts à terme prennent un peu plus de temps à établir, car les investisseurs doivent ouvrir un compte auprès de la banque avant d'effectuer un dépôt. Des modifications peuvent également devoir être apportées au mandat. En outre, le processus d'ouverture de compte est assujetti à des exigences réglementaires (connaissance du client, etc.) et peut entraîner des coûts de gouvernance additionnels.

Cession en pension à plus d'un jour

Une opération de pension est essentiellement un prêt garanti. Une partie prête de l'argent et gagne de l'intérêt sur ce montant (cession en pension); l'autre partie emprunte l'argent et paye l'intérêt (mise en pension). L'emprunteur garantit le prêt en donnant le type de sûreté convenu (obligations ou bons du Trésor du gouvernement du Canada). Les opérations de pension peuvent être réalisées de façon bilatérale, par l'intermédiaire d'un tiers dépositaire, ou par l'entremise d'une contrepartie centrale. Dans une opération bilatérale, le détenteur des titres les vend à un investisseur en s'engageant à les racheter à une date et à un taux prédéterminés, ce qui crée un prêt garanti. Dans une opération tripartite ou avec une contrepartie centrale, un dépositaire commun ou la contrepartie centrale s'occupe de la garde, de la compensation et du règlement des opérations. Le dépositaire ou la contrepartie centrale assure le règlement de type livraison contre paiement, la substitution des titres, l'évaluation automatique au prix du marché (y compris des garanties), la présentation de l'information et l'administration courante.

Bien qu'investir dans une cession en pension à plus d'un jour soit une option viable pour bon nombre d'investisseurs, il ne s'agit pas d'un titre négociable. Par conséquent, si un investisseur avait besoin de son argent avant l'échéance contractuelle de l'opération, il lui faudrait avoir les moyens d'exécuter à la fois des cessions en pension (pour investir) et des mises en pension (pour obtenir des liquidités en remettant en nantissement les garanties reçues dans le cadre d'une cession en pension).

Sur le plan opérationnel, les cessions en pension à plus d'un jour sont plus complexes que les opérations sur titres du marché monétaire conventionnels, car elles sont assujetties à des calculs de marge quotidiens selon les fluctuations de la valeur des garanties ou à la substitution possible des garanties pendant la durée de l'opération, si cela est permis. Toutefois, les cessions en pension sont des opérations titrisées et

¹⁵ Selon les règles de Bâle, la valeur de liquidité d'un dépôt pour la banque dépend du type d'institution déposante.



présentent un risque de crédit moindre par rapport à une exposition non garantie à la même contrepartie. Le rendement offert dépend du type de contrepartie (c.-à-d. de la notation de crédit) et du type de garantie sous-jacente. Par exemple, une cession en pension garantie par des obligations ou des bons du Trésor du gouvernement du Canada offrirait un rendement inférieur à une autre qui serait garantie par des obligations de sociétés de bonne qualité. Le Groupe TMX travaille en collaboration avec Clearstream à la création d'un service canadien tripartite de gestion des garanties qui permettra de moderniser l'infrastructure canadienne des opérations de pension, d'optimiser les garanties et de faciliter le recours à ces opérations comme un produit de placement.

Instruments de marchés monétaires étrangers assortis d'un swap de devises

Ces instruments étaient perçus comme une option viable pour les investisseurs dont le mandat et la structure organisationnelle permettent les opérations de devises avec couverture en dollars canadiens. Même s'ils peuvent élargir substantiellement l'éventail d'actifs du marché monétaire disponibles aux investisseurs, leur attrait relatif dépend du rendement offert par l'actif du marché monétaire étranger et de l'écart de change entre le dollar canadien et la devise considérée. Sur le plan opérationnel, ils sont aussi plus complexes que les titres du marché monétaire conventionnels, car ils nécessitent l'achat d'un titre étranger et l'exécution d'un swap de change¹⁶. Si l'investisseur avait besoin de liquidité avant l'échéance du titre étranger, il lui faudrait vendre ce titre et dénouer l'opération de swap. Il serait alors exposé aux fluctuations de prix (profit ou perte), tant du titre étranger que du swap de change. À noter qu'il est possible que certains instruments des marchés monétaires étrangers ne puissent pas être achetés par des investisseurs domiciliés au Canada.

4.3 Produits « nouveaux » potentiels discutés aux ateliers

Bons du Trésor à 1 mois réguliers du gouvernement du Canada

Certains participants ont exprimé de l'intérêt pour un nouveau bon du Trésor à 1 mois du gouvernement du Canada, intégré au calendrier régulier des adjudications du gouvernement, afin d'atténuer le choc de la réduction de l'offre d'AB. Les participants ont indiqué que des bons du Trésor à 1 mois réguliers du gouvernement du Canada seraient une option intéressante pour les investisseurs quand les émissions d'AB diminueront ou disparaîtront. Leur liquidité, leur prévisibilité et leur note de crédit élevée sont des caractéristiques très attrayantes, en particulier pour les investisseurs dont le mandat est axé sur la liquidité. Les participants ont aussi mentionné que ces bons apporteraient plus de transparence au marché monétaire canadien et procureraient un important taux de référence à 1 mois, en complément du taux des swaps indexés sur le taux à un jour, pour les autres produits du marché monétaire. Plusieurs investisseurs internationaux ont aussi manifesté de l'intérêt pour un bon du Trésor à 1 mois lors d'autres ateliers sur la réforme des taux de référence.

Le bon du Trésor à 1 mois proposé pourrait être émis à titre de nouvelle échéance, en supplément de celles de 3, 6 et 12 mois, ou encore en remplacement du bon du Trésor à 12 mois. Cependant, de nombreux participants ont exprimé une préférence pour l'ajout de la nouvelle échéance à 1 mois et le

¹⁶ Un swap de change est un contrat par lequel une partie emprunte une monnaie en particulier pour une durée précise et en vend simultanément une autre à la même contrepartie pour la même durée.



maintien des trois échéances existantes, invoquant la demande accrue de bons du Trésor (en guise de garanties) pour l'échange quotidien de la marge de variation¹⁷.

Unités du panier d'actifs généraux titrisés donnés en garantie de la CDCC

La CDCC travaille à l'élaboration d'un nouveau produit titrisé pour les opérations de pension, appelé unités du panier d'actifs généraux titrisés donnés en garantie. Le mécanisme convertit les actifs généraux donnés en garantie¹⁸ pour les opérations de pension, à l'aide de multiples paniers de ces actifs assortis d'exigences précises pouvant contenir des unités négociables standard de 30, 60 et 90 jours (chacune avec un code ISIN générique), par l'intermédiaire d'un cadre tripartite de la CDS avec compensation centralisée. Même si le rendement et la liquidité du produit restent à déterminer, l'ébauche du produit semble répondre à nombre de préoccupations soulevées par les participants durant les ateliers. La CDCC continuera de travailler sur les caractéristiques et la conception du produit et – sous réserve d'un consensus au sein du secteur et de l'approbation des autorités de réglementation – elle espère pouvoir effectuer des tests auxquels participera le secteur au deuxième semestre de 2023.

BDP à taux variable

Au lieu d'être émis comme un instrument du marché monétaire typique à escompte, les BDP à taux variable seraient émis à la valeur nominale et verseraient un coupon lié au taux CORRA ou à un indice des emprunts à court terme. Ils sont similaires à une obligation à taux variable, mais avec une durée plus courte.

BDP structurés

Les BDP structurés sont des titres assimilables à un BDP, avec une date d'échéance légale fixe qui peut être modifiée par contrat. Les variantes comprennent des options de remboursement par anticipation ou de prolongation qui peuvent être exercées¹⁹ par l'investisseur ou par l'émetteur.

De la même manière, il pourrait exister une option de remboursement au gré du porteur qui permettrait à l'investisseur de faire racheter le BDP par l'émetteur avant la date d'échéance, par exemple un BDP à 6 mois qui serait révocable par l'investisseur (rachetable par la banque) moyennant un avis de 30 jours. Cette option dissipe les préoccupations quant à la dépendance envers la liquidité fournie par le courtier de la banque émettrice dans le marché secondaire si les investisseurs souhaitent vendre leurs BDP existants.

Dépôts structurés

Ces dépôts bilatéraux ont une date d'échéance légale fixe qui peut être modifiée par contrat. Les variantes qui pourraient être offertes aux investisseurs sont similaires à celles présentées pour les BDP structurés.

¹⁷ Le gouvernement a sollicité des avis sur une possible demande pour des bons du Trésor à 1 mois dans le cadre des [consultations sur la stratégie de gestion de la dette menées à l'automne 2022](#). Bien que plusieurs participants aient indiqué qu'il y aurait une bonne demande pour des bons du Trésor à 1 mois, la plupart croyaient qu'une ou plusieurs solutions du marché pourraient se présenter pour répondre au besoin de sûretés à 1 mois.

¹⁸ Les actifs généraux donnés en garantie forment un panier d'actifs liquides de grande qualité qui sont de proches substituts. Toute sûreté faisant partie du panier défini d'actifs généraux donnés en garantie peut servir dans une opération générale de pension. Les titres spécifiques donnés en garantie ne sont identifiés qu'après l'acceptation d'autres modalités de l'opération.

¹⁹ Certains investisseurs ont fait remarquer que le produit structuré offre plus de flexibilité, mais que les options peuvent compliquer la mise en œuvre (établissement des prix, gouvernance interne, etc.).



Le rendement offert par les dépôts structurés par rapport à celui des BDP structurés équivalents dépend du type d'investisseur.

5. Préparation à la fin des AB

On s'attend à ce que l'abandon prochain de la publication du taux CDOR mette fin au modèle de financement par voie d'acceptations bancaires (AB), à l'origine des AB vendues aux investisseurs du marché monétaire. Ainsi, après juin 2024, l'émission d'AB devrait cesser ou être au plus très limitée. On prévoit, par contre, qu'elle restera relativement robuste jusqu'à la fin de 2023 et diminuer progressivement à mesure que se rapprochera la date de l'abandon du taux CDOR.

L'élargissement des possibilités de placement dans le marché monétaire joue un rôle important pour faciliter une transition ordonnée vers des solutions de rechange aux AB par suite de l'arrêt de la publication du taux CDOR. L'expansion des produits existants et la possibilité d'élaborer de nouveaux produits du marché monétaire ont été abordés dans ce document. Une autre possibilité pour élargir les options de placement pour certains investisseurs du marché monétaire passe par l'évolution continue du régime de réglementation des ACVM. Comme le montre le graphique 1, les sociétés de gestion d'actifs, dont la majorité gère des fonds régis par le *Règlement 81-102*, sont le deuxième groupe d'investisseurs en importance dans les AB. On trouvera en annexe une liste des modifications éventuelles aux paramètres du *Règlement 81-102* qui pourraient faciliter la transition vers des produits de placement autres que les AB pour ces types d'investisseurs.

Pour que la transition se fasse en douceur, il faudra que les investisseurs, les émetteurs, les autorités de réglementation et les décideurs soient mieux informés sur les solutions de rechange aux AB, étant donné qu'il reste relativement peu de temps avant la fin des émissions d'AB. Le Forum canadien des titres à revenu fixe, en collaboration avec des acteurs du secteur, continuera de surveiller le déroulement des choses et aidera, dans la mesure du possible, à faciliter la transition. À cette fin, il a mis sur pied un groupe de travail sur les AB, coprésidé par Elaine Lindhorst (Gestion de Placements TD) et Charles Lesaux (RBC Marchés des Capitaux).



Annexe : Paramètres du *Règlement 81-102* susceptibles d'être modifiés pour procurer des allègements réglementaires

Voici la liste des paramètres du *Règlement 81-102* abordés durant les ateliers, qui pourraient fournir des allègements afin d'élargir les possibilités de placement des fonds communs de placement du marché monétaire, compte tenu de la cessation de l'émission d'AB :

- Notes de crédit permises
 - Possibilité d'élargir les notes de crédit permises pour les placements dans le marché monétaire
 - Possibilité d'élargir les notes de crédit permises pour les grandes banques canadiennes en ce qui a trait aux obligations admissibles à la recapitalisation interne
- Échéances moyennes/maximales
 - Possibilité d'augmenter les échéances moyennes/maximales pour les placements dans le marché monétaire
- Placements admissibles
 - Possibilité d'étendre les placements admissibles pour inclure le PCAA et les BDP émis par des entités affiliées
- Avoirs étrangers
 - Possibilité d'augmenter la part permise d'avoirs étrangers
- Opérations de pension
 - Possibilité d'augmenter les limites de durée des opérations de pension
 - Possibilité d'élargir la liste des titres acceptés en garantie dans les opérations de pension
- Levier financier
 - Possibilité d'augmenter le levier financier permis