

BOURSE DE MONTRÉAL

Analyse détaillée

Lancement du contrat à terme d'un mois sur le taux CORRA (COA) et du contrat à terme de trois mois sur le taux CORRA (CRA)

TABLE DES MATIÈRES

I. DESCRIPTION	2
II. MODIFICATIONS PROPOSÉES	2
III. ANALYSE	2
a. Contexte	2
b. Objectifs	7
c. Analyse comparative	7
d. Analyse des incidences	10
i. Incidences sur le marché	10
ii. Incidences sur les systèmes technologiques	12
iii. Incidences sur les fonctions réglementaires	13
iv. Incidences sur les fonctions de compensation	13
v. Intérêt public	14
IV. PROCESSUS	14

I. DESCRIPTION

Bourse de Montréal Inc. (la « Bourse » ou la « MX ») propose par les présentes d'actualiser ses règles (les « Règles de la Bourse » ou les « Règles ») afin de permettre l'inscription à sa cote de deux nouveaux contrats à terme : le contrat à terme d'un mois sur le taux CORRA (« COA ») et le contrat à terme de trois mois sur le taux CORRA (« CRA »). À la lumière des récents développements au pays et ailleurs dans le monde au chapitre de la réforme et du remplacement des taux d'intérêt de référence, la Bourse considère qu'il est pertinent de revoir et d'actualiser sa gamme de produits reposant sur le taux canadien moyen des opérations de pension à un jour (le « taux CORRA »). Par conséquent, elle propose de retirer le contrat à terme 30 jours sur le taux repo à un jour (« ONX ») et le contrat à terme sur swap indexé à un jour (« OIS ») de sa gamme de produits et de les remplacer par les contrats COA et CRA, dont les caractéristiques sont mieux alignées sur les nouvelles normes internationales. La Bourse est d'avis que ces nouveaux contrats à terme répondront mieux aux besoins des participants au marché et amélioreront l'efficacité du marché dans le contexte de la réforme mondiale des taux d'intérêt de référence.

II. MODIFICATIONS PROPOSÉES

La Bourse propose de modifier ses Règles de manière à permettre le lancement des contrats à terme d'un mois et de trois mois sur le taux CORRA. Plus précisément, elle propose de retirer les anciens contrats ONX et OIS et de les remplacer par des produits dont les caractéristiques cadrent mieux avec les normes internationales et avec les besoins des participants au marché. Les caractéristiques clés des nouveaux contrats à terme sont détaillées dans le tableau 7 ci-après. En outre, la Bourse modifie ses Règles en ce qui concerne les opérations préarrangées, les opérations en bloc, l'annulation d'opérations et l'ajustement de prix, ainsi que le règlement quotidien (partie 6 des Règles) de manière à faire état des nouveaux contrats à terme.

Il convient de noter que les modifications proposées concernant les limites de position sont susceptibles de changer selon la situation d'un autre projet de modification des Règles que la Bourse a lancé en parallèle et qui concerne ses limites de position (le « projet sur les limites de position »). Si le processus d'autocertification du projet sur les limites de position se conclut avant le lancement des contrats COA et CRA, les limites de position applicables à ceux-ci seront établies conformément aux Règles alors en vigueur, et les modifications proposées aux présentes concernant les limites de position ne seront pas retenues.

III. ANALYSE

a. Contexte

Pendant des décennies, les taux interbancaires (« IBOR » en anglais) ont été au cœur des marchés financiers, servant de référence dans l'établissement du prix d'un vaste éventail de contrats financiers, dérivés compris. La méthode d'établissement de la plupart des taux interbancaires repose essentiellement sur le calcul de la moyenne des taux d'intérêt communiqués par les grandes banques.

En juin 2012, certaines banques ont été accusées, à l'égard du taux interbancaire offert à Londres (taux LIBOR¹), de gonfler ou réduire fausement les taux qu'elles communiquaient afin de profiter de leur position sur le marché². Il s'en est suivi de multiples accusations au criminel (dont des accusations de fraude et de collusion) contre les banques impliquées, ainsi qu'une perte de confiance du marché à l'égard des taux de référence fondés sur un sondage. À la suite de ce scandale, les autorités compétentes de nombreux pays (dont l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières [OCRCVM], qui a mené un projet au Canada³) ont entrepris une révision du processus d'établissement des grands indices financiers de référence. À la lumière de ces révisions, un certain nombre de lacunes ont été relevées et des recommandations ont été formulées dans le but de renforcer les indices de référence mondiaux, la principale concernant la nécessité d'établir les taux de référence à partir des opérations réelles plutôt que selon un modèle basé sur des sondages.

En parallèle avec ces projets, le Conseil de stabilité financière a mis sur pied en 2013 un groupe directeur composé de représentants de banques centrales et d'organismes de réglementation et chargé de travailler à la réforme des taux d'intérêt⁴. Les principales recommandations du groupe concernaient 1) l'établissement de taux de référence de rechange (essentiellement des taux sans risque à un jour, étant donné leurs caractéristiques particulièrement souhaitables pour la fiabilité des taux de référence) et 2) l'abandon graduel des taux interbancaires pour l'ensemble des principales devises.

1. Le taux LIBOR est sans doute le taux d'intérêt à court terme le plus important au monde.

2. On a qualifié cette histoire de scandale du LIBOR.

3. https://www.ocrcvm.ca/Documents/2013/a3c68190-1789-41d3-8a08-790fa56d9d70_fr.pdf

4. [https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/policy-development/additional-policy-areas/financial-benchmarks/\(en anglais\)](https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/policy-development/additional-policy-areas/financial-benchmarks/(en%20anglais))

Depuis, dans les principaux pays, des groupes de travail ont été mis sur pied afin de choisir des taux de référence de rechange et d'opérer une transition ordonnée⁵. En juillet 2017, la Financial Conduct Authority (FCA) a annoncé que les banques qui participaient à l'établissement du taux LIBOR ne seraient plus tenues de communiquer des taux à cette fin après la fin de 2021, ce qui a déclenché la course non seulement à l'adoption d'un taux de référence de rechange de choix, mais aussi à la planification de la transition vers des taux sans risque.

Figure 1. Taux sans risque proposés par les groupes de travail de différents pays

Pays ou région	TSR	Description :
É.-U.	 Secured overnight financing rate (SOFR)	Taux des prêts garantis à un jour relatifs aux opérations de pension Calculé par la Banque fédérale de réserve de New York
R.-U.	 Sterling Overnight Index Average remanié (SONIA)	Taux des prêts à un jour non garantis Calculé par la Banque d'Angleterre
Europe	 Taux à court terme pour les opérations d'emprunt libellées en euros (€STR)	Taux des prêts à un jour non garantis Calculé par la BCE (publié d'ici octobre 2019)
Japon	 Tokyo overnight average rate (TONA)	Taux des prêts à un jour non garantis Calculé par la Banque du Japon
Suisse	 Swiss Average Rate Overnight (SARON)	Taux des prêts à un jour garantis Publié par la Bourse suisse (SIX Swiss Exchange)
Australie	 Interbank overnight cash rate (le Cash Rate)	Taux des prêts à un jour non garantis Calculé par la Banque de réserve d'Australie

Source : Site Web du groupe de travail sur le TARCOM

Au Canada, un groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien (« TARCOM »)⁶, parrainé par le Forum canadien des titres à revenu fixe, a été mis sur pied afin de définir et d'élaborer un taux de référence sans risque qui serait à la fois robuste, fiable et insensible à la manipulation et aux tensions de tous ordres survenant sur les marchés (conformément aux principes de l'Organisation internationale des commissions de valeurs [« OICV »]⁷). Ce taux sans risque constituerait un taux de référence complémentaire pour le marché canadien et serait utilisé parallèlement au taux CDOR (*Canadian Dollar Offered Rate*).

Le groupe de travail sur le TARCOM se compose des sous-groupes suivants :

- Le sous-groupe responsable des taux complémentaires, qui vise à déterminer et à évaluer les solutions de rechange en matière de taux de référence à un jour sans risque ou à risque quasi nul au Canada. Ce sous-groupe a recommandé d'apporter des améliorations au taux CORRA comme taux sans risque à privilégier au Canada.
- Le sous-groupe chargé de l'élaboration de libellés types, qui rédige des libellés types robustes concernant les solutions de rechange pour les instruments ou contrats ne portant pas sur les dérivés (c.-à-d. les obligations à taux variables, les titrisations, les titres de participation hybrides – hybrid capital notes – et les prêts bancaires).
- Le sous-groupe chargé de la transition, qui fournit le cadre sous-jacent en vue de l'adoption à grande échelle d'un taux CORRA comme taux de référence des instruments financiers libellés en dollars canadiens.
- Le sous-groupe chargé du taux à terme sans risque, qui évalue l'utilité d'un taux sans risque à terme au Canada et, au besoin, élabore la méthode de fixation et les caractéristiques de ce taux.

La Banque du Canada joue un rôle important dans les efforts de transition déployés au Canada, comme en témoigne l'énoncé qui suit⁸ :

« La Banque est d'avis qu'au fil du temps, le taux CORRA sera de plus en plus adopté pour un large éventail de produits financiers et qu'il est susceptible de devenir le principal taux d'intérêt de référence au Canada, particulièrement sur les marchés des produits dérivés. Nous sommes très heureux de voir des représentants des secteurs public et privé conjuguer leurs efforts pour réaliser de réels progrès vers l'atteinte de notre objectif commun de renforcer la résilience et l'efficacité des marchés financiers canadiens. »

- Lynn Patterson, Bank of Canada Deputy Governor

5. La figure 2 présente une chronologie détaillée des événements.

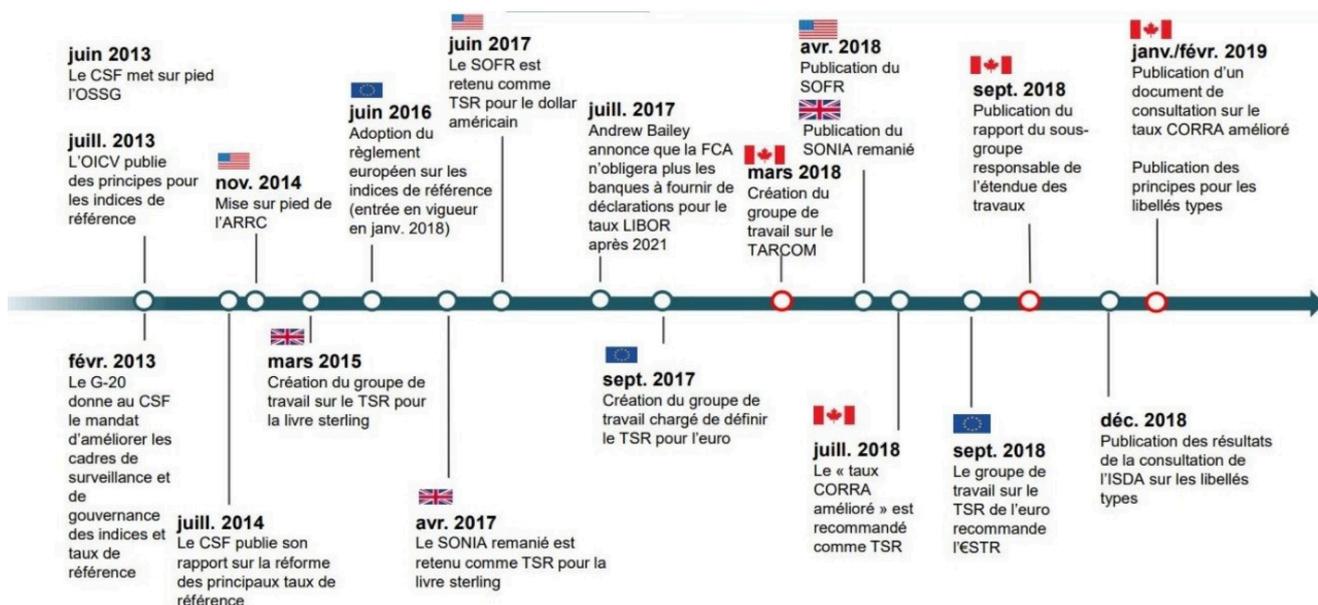
6. <https://www.bankofcanada.ca/markets/canadian-alternative-reference-rate-working-group/>

7. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCO589.pdf>

8. <https://www.bankofcanada.ca/2019/07/bank-canada-become-administrator-key-interest/>

Le 16 juillet 2019, la Banque du Canada a annoncé son intention de devenir l'administrateur du taux CORRA lorsque les améliorations apportées au taux prendront effet l'an prochain (ce qui devrait avoir lieu au deuxième trimestre de 2020). Elle prendra la relève de l'administrateur actuel, Refinitiv. Conformément à l'évolution dans les autres grandes économies, elle fournira le taux à titre de service public, sans frais.

Figure 2. Chronologie de la réforme des taux de référence



Source : Site Web du groupe de travail sur le TARGOM

Le taux CORRA indique le coût moyen du financement à un jour garanti. Il est défini comme étant le taux moyen pondéré en fonction du volume des opérations de pension à un jour exécutées à l'écran par l'entremise de courtiers intermédiaires désignés et assorties de garanties générales (non spécifiques) du gouvernement du Canada.

Bien que le taux CORRA actuel représente essentiellement les taux du financement à un jour, il est fondé sur un nombre relativement faible d'opérations de pension assorties de garanties générales. Les améliorations porteront principalement sur l'accroissement du volume des opérations sur lesquelles est fondé le taux CORRA, et ce, afin de le rendre plus robuste et représentatif. Selon le groupe de travail sur le TARGOM, un taux à un jour sans risque reflétant l'ensemble des conditions de financement permettrait d'atteindre les objectifs consistant à accroître la robustesse et la fiabilité du taux de référence et à mieux aligner ce dernier sur les normes internationales. Le groupe de travail recommande également qu'un taux CORRA amélioré soit fondé sur la médiane tronquée du taux des opérations de pension quotidiennes qui respectent les critères ci-dessus. La médiane tronquée est calculée en supprimant le quartile inférieur pondéré en fonction du volume selon le taux des opérations de pension (le but étant d'exclure les opérations « spéciales » qui visent à obtenir des titres précis et qui diffèrent des opérations générales de financement). Les améliorations proposées donneraient lieu à un taux moins volatil se rapprochant davantage du taux cible du financement à un jour de la Banque du Canada que le taux CORRA actuel⁹.

La taille du marché des swaps sur indice de taux à un jour libellés en dollars canadiens¹⁰ est comparable à celle du marché des swaps de taux d'intérêt selon le volume de compensation assumé par la LCH. Toutefois, la valeur nominale de l'encours est relativement plus petite, puisque les swaps sur indice de taux à un jour ont généralement une échéance bien plus courte (moins d'un an).

Tableau 1 : Statistiques de la LCH sur le marché des swaps sur indice de taux à un jour libellés en dollars canadiens et le marché des swaps de taux d'intérêt

Produit	Valeur nominale (\$) moyenne de l'activité quotidienne (cumul annuel en date de septembre)	Valeur nominale de l'encours (\$) (en date de septembre)
Swap sur indice de taux à un jour	30 G\$ CA	3,4 T\$ CA
Swap de taux d'intérêt	34 G\$ CA	13,3 T\$ CA
Total	64 G\$ CA	16,7 T\$ CA

Source : Site Web de la LCH

9. <https://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2019/02/document-consultation-ameliorations-proposees-taux-corra.pdf>
 10. Il s'agit à l'heure actuelle du principal marché s'appuyant sur le taux CORRA.

Au Canada, la plus récente enquête triennale de la Banque du Canada sur le volume des opérations sur produits dérivés de gré à gré¹¹ met en lumière l'activité attribuable aux entités canadiennes observée en avril 2019. Les plus récents résultats pour le marché des swaps sur indice de taux à un jour libellés en dollars canadiens et le marché des swaps de taux d'intérêt (toutes monnaies confondues) sont présentés dans le tableau 2.

Tableau 2 : Enquête triennale de la Banque du Canada : volume de dérivés sur taux d'intérêt au Canada

Produit	Valeur nominale (\$) moyenne de l'activité quotidienne (avril 2019)
Swap sur indice de taux à un jour	22 G\$ CA
Swap de taux d'intérêt	95 G\$ CA
Total	117 G\$ CA

Source : Banque du Canada

Les participants au marché des swaps sur indice de taux à un jour englobent un vaste éventail d'entités financières : banques, maisons de courtage de valeurs, courtiers intermédiaires, sociétés, fonds de placement (y compris fonds de couverture), caisses de retraite, compagnies d'assurance, sociétés de fiducie, sociétés de crédit, organismes gouvernementaux et gouvernement du Canada. Les banques commerciales et les maisons de courtage de valeurs sont les principales emprunteuses et prêteuses de fonds sur le marché du financement à un jour, essentiellement parce que leurs activités de maintien de marché concernent une vaste gamme d'actifs financiers (par exemple actions et obligations), ce qui les oblige à conserver des stocks de titres, qu'elles financent principalement au moyen du marché du financement à un jour.

Les participants au marché ont surtout recours au marché des swaps sur indice de taux à un jour pour leurs opérations de couverture, lesquelles sont souvent liées à la gestion du risque. Plus particulièrement, les participants peuvent employer les swaps sur indice de taux à un jour afin de couvrir leurs coûts de financement ou de se protéger contre les variations des taux d'intérêt à court terme. Les swaps sur indice de taux à un jour peuvent aussi être utiles afin de modifier la courbe des taux d'un portefeuille ou de prendre une position spéculative à l'égard de la voie qu'empruntera la Banque du Canada à l'égard de son taux de pension à un jour cible.

En septembre 2018, le groupe de travail sur le TARCOT a aussi publié un rapport¹² sur la valeur nominale estimée des titres reposant sur les taux CORRA et CDOR¹³, lequel mettait en évidence l'importance de ces deux principaux taux d'intérêt de référence pour les marchés financiers canadiens. Le tableau ci-après résume les résultats de l'enquête.

Tableau 3 : Encours des produits financiers reposant sur les taux CORRA et CDOR

Produit	Encours (milliards \$ CA)	Indice de réévaluation					
		Montant	CORRA	CDOR à 1 mois	CDOR à 3 mois	Autre	
Dérivés de taux d'intérêt de gré à gré	10 737						
Dérivés négociés en bourse	1 089						
Prêts aux entreprises	60	<i>Swaps de taux d'intérêt</i>	9 449	13 %	15 %	72 %	0 %
Prêts à la consommation	1	<i>Options sur taux d'intérêt</i>	59	0 %	14 %	86 %	0 %
Dépôts	22	<i>Swaps de devises</i>	1 171	0 %	5 %	95 %	0 %
Obligations	137	<i>Swaps sur rendement total</i>	45	0 %	30 %	70 %	0 %
Produits titrisés	131	<i>Autres dérivés de gré à gré</i>	12	0 %	57 %	40 %	3 %
Autres	26	Total	10 737				
Acceptations bancaires	103						
Total	12 307						

Source : Site Web du groupe de travail sur le TARCOT

b. Objectifs

Les modifications proposées visent à mettre à jour la gamme de produits de la Bourse reposant sur le taux CORRA afin qu'elle soit pertinente et attrayante pour les participants au marché. La Bourse est d'avis que les modifications proposées augmenteront l'utilité et l'efficacité de son marché des dérivés pour les opérateurs en couverture et les spéculateurs qui participent au marché des taux d'intérêt à court terme.

Les nouveaux produits proposés par la Bourse devraient susciter une hausse du volume de négociation en procurant aux participants au marché un moyen pratique de couvrir leur exposition au taux CORRA de référence. Un contrat mieux adapté aux besoins des participants et aux exigences du marché gagnera en liquidité et stimulera l'activité sur le marché des contrats à terme offrant transparence et compensation centralisée.

11. https://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2019/09/BIS-triennial-2019-press-release_French.pdf

12. <https://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2018/10/taux-CDOR-CORRA-marches-financiers-%E2%80%93-volume-et-portee.pdf>

13. Canadian Dealer Offered Rate

c. Analyse comparative

À l'échelle mondiale, les bourses de dérivés soutiennent les efforts déployés pour changer les taux d'intérêt de référence, puisque cela crée des occasions de bonifier l'éventail des produits de gestion du risque. Par conséquent, les bourses de dérivés du monde ont commencé à se positionner de manière à tirer profit de l'émergence de nouveaux taux de référence en lançant au cours de 2018 des contrats à terme reposant sur ces taux sans risque. Certaines d'entre elles ont même établi des pages Web offrant de l'information générale sur l'état d'avancement de la transition au sein de leurs territoires respectifs¹⁴.

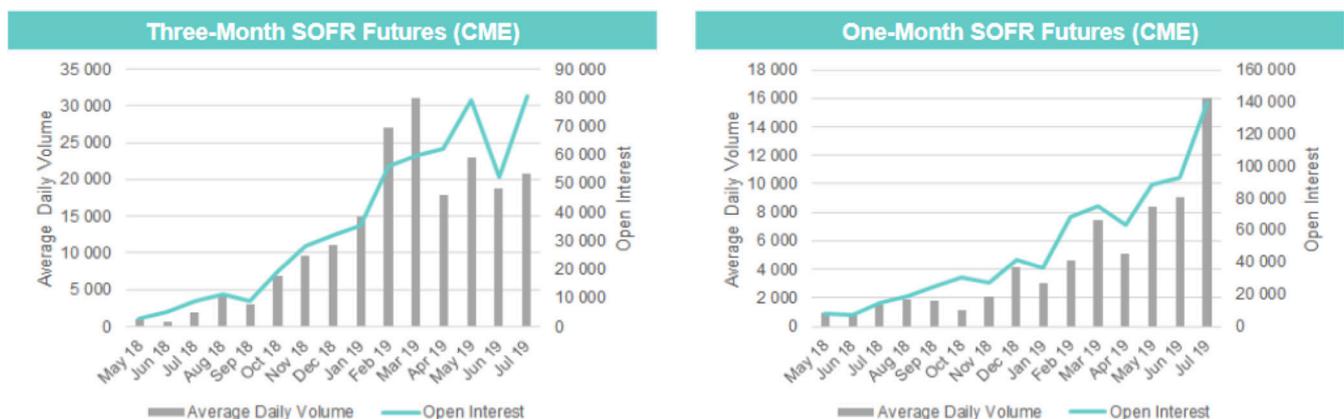
Tableau 4 : Produits sur taux sans risque inscrits lancés par des bourses de dérivés depuis 2018

Bourse	Produit	Date de lancement
CME	Contrats à terme de trois mois sur le taux SONIA (échéances trimestrielles liées au marché monétaire international [MMI])	1er octobre 2018
	Contrats à terme sur le taux SONIA (échéances liées aux réunions du Comité de politique monétaire)	1er octobre 2018
	Contrats à terme d'un mois sur le taux SOFR	7 mai 2018
	Contrats à terme de trois mois sur le taux SOFR	7 mai 2018
ICE	Contrats à terme d'un mois sur le taux SONIA	1er juin 2018
	Contrats à terme de trois mois sur le taux SONIA	1er juin 2018
	Contrats à terme d'un mois sur le taux SOFR	1er octobre 2018
	Contrats à terme de trois mois sur le taux SOFR	1er octobre 2018
CurveGlobal (LSE)	Contrats à terme d'un mois sur le taux SONIA	30 avril 2018
	Contrats à terme de trois mois sur le taux SONIA	29 juillet 2019

Source : sites Web de la Bourse de Montréal, de la CME et de ICE Exchange

Jusqu'à maintenant, les produits de la CME sont ceux qui ont le mieux réussi. Les contrats à terme d'un mois et de trois mois sur le taux SOFR ont tous deux connu une croissance rapide de leur volume de négociation et de leur intérêt en cours ces derniers mois. Le volume quotidien moyen des deux produits réunis a atteint 40 000 contrats en août 2019, tandis que l'intérêt en cours s'est élevé à 283 000 contrats à la fin du mois. Contrairement au taux CORRA, le taux SOFR est un nouveau taux de référence conçu expressément pour répondre à la nécessité d'une réforme des taux. Il a été publié pour la première fois en avril 2018 par la Federal Reserve Bank de New York. Malgré la courte durée de cette période d'évaluation du marché, les chiffres ci-après témoignent du succès et du potentiel des contrats à terme reposant sur les taux sans risque recommandés. Par ailleurs, la CME a annoncé son intention d'élargir sa gamme de produits et d'ajouter d'autres échéances aux contrats à terme sur le taux SOFR, de même que des options sur ceux-ci¹⁵.

Tableau 5 : Volume de négociation et intérêt en cours des contrats à terme d'un mois et de trois mois sur le taux SOFR de la CME



Source: CME

14. <https://www.cmegroup.com/trading/interest-rates/sofr-sonia-and-other-alternative-reference-rates.html>

<https://www.eurexclearing.com/clearing-en/markets-services/ibor>

15. https://www.cmegroup.com/media-room/press-releases/2019/9/04/cme_group_to_launchsofropoptionsjanuary62020.html

Les caractéristiques proposées des contrats COA et CRA sont alignées sur des normes internationales de manière à en favoriser l'adoption sur les marchés à l'échelle mondiale. En outre, la Bourse a lancé cet été une page Web consacrée aux contrats à terme sur le taux CORRA, laquelle sera continuellement mise à jour au fil de l'avancement du projet, pour aider les participants au marché à comprendre le contexte et à se familiariser avec les nouveaux produits¹⁶. Le tableau 6 ci-après présente les principales similarités et différences entre le contrat COA proposé, d'une part, et le contrat à terme d'un mois sur le taux SOFR (CME) et le contrat à terme d'un mois sur le taux SONIA (ICE), d'autre part. Il présente aussi les principales similarités et différences entre le contrat CRA proposé, d'une part, et le contrat à terme de trois mois sur le taux SOFR (CME) et le contrat à terme de trois mois sur le taux SONIA (ICE), d'autre part.

Tableau 6 : Comparaison des contrats à terme sur le taux CORRA avec les contrats à terme d'un mois et de trois mois sur les taux SOFR et SONIA

Caractéristique du produit	Contrat COA (MX)	Contrat à terme d'un mois sur le taux SOFR (CME)	Contrat à terme d'un mois sur le taux SONIA (ICE)
Unité de négociation	Taux CORRA quotidien moyen au cours du mois d'échéance, à raison de 25 \$ par contrat pour chaque point de base d'intérêt par année. Taille du contrat : 2 500 \$ CA × indice de taux.	Taux SOFR quotidien moyen au cours du mois de livraison, à raison de 41,67 \$ par contrat pour chaque point de base d'intérêt par année.	2 500 £ × indice de taux
Cycle d'échéance	Sept mois civils les plus rapprochés	Sept mois civils les plus rapprochés*	Jusqu'à 24 contrats
Cotation des prix	Indice : 100 - R R = taux de pension à un jour quotidien moyen au cours du mois d'échéance		
Unité minimale de fluctuation des prix	Mois d'échéance le plus rapproché : 0,0025 = 6,25 \$ CA Tous les autres mois d'échéance : 0,005 = 12,50 \$ CA	Premier mois d'échéance : 0,0025 = 10,4175 \$ US Tous les autres mois d'échéance : 0,005 = 20,835 \$ US	Premier mois d'échéance : 0,0025 = 6,25 £ Tous les autres mois d'échéance : 0,005 = 12,50 £
Type de contrat	Règlement en espèces		
Dernier jour de négociation	Dernier jour ouvrable précédant la fin du mois d'échéance		
Prix de règlement final	Le prix de règlement final s'établit à 100, moins le taux de pension à un jour quotidien moyen au cours du trimestre de référence.		
Seuils de volume pour les opérations en bloc	De 2 h à 6 h : 100 contrats	ATH: 125 contrats ETH: 250 contrats RTH: 500 contrats	Mois whites (de 1 à 12) : 1 000 contrats Mois reds (de 13 à 24) : 500 contrats

*Augmenté aux treize mois civils les plus rapprochés à la fin de septembre 2019.

Source : sites Web de la Bourse de Montréal, de la CME et de ICE Exchange

16. https://www.m-x.ca/produits_taux_int_corra_en.php

Caractéristique du produit	Contrat CRA (MX)	Contrat à terme de trois mois sur le taux SOFR (CME)	Contrat à terme de trois mois sur le taux SONIA (ICE)
Unité de négociation	Taux CORRA composé quotidiennement au cours du trimestre de référence, à raison de 25 \$ par contrat pour chaque point de base d'intérêt par année. Taille du contrat : 2 500 \$ CA × indice de taux	Taux SOFR composé quotidiennement au cours du trimestre de référence, à raison de 25 \$ par contrat pour chaque point de base d'intérêt par année. Taille du contrat : 2 500 \$ × indice MMI conforme aux termes du contrat	2 500 £ × indice de taux
Trimestre de référence	Selon les dates d'échéance trimestrielle liées au marché monétaire international (« dates MMI ») : Pour tout contrat, la période allant du troisième mercredi (inclusivement) du troisième mois précédant le mois de livraison au troisième mercredi (exclusivement) du mois de livraison.		
Cycle d'échéance	12 mois d'échéance trimestrielle les plus rapprochés	20 mois d'échéance trimestrielle les plus rapprochés*	24 mois d'échéance trimestrielle les plus rapprochés
Mois de référence du contrat	Pour chaque contrat, le mois de référence du contrat est le mois où commence le trimestre de référence. Exemple (date MMI) : Pour un contrat de septembre, le trimestre de référence commence le mercredi MMI de septembre et finit à la clôture de la négociation le premier jour ouvrable précédant le mercredi MMI de décembre, mois de livraison du contrat.		
Cotation des prix	Indice : 100 - R R = taux de pension à un jour composé quotidiennement au cours du trimestre de référence		
Unité minimale de fluctuation des prix	Mois d'échéance trimestrielle le plus rapproché : 0,0025 = 6,25 \$ CA Tous les autres mois d'échéance trimestrielle : 0,005 = 12,50 \$ CA	Contrats échéant dans quatre mois ou moins : 0,0025 = 6,25 \$ US Tous les autres contrats : 0,005 = 12,50 \$ US	Mois d'échéance trimestrielle le plus rapproché : 0,0025 = 6,25 £ Tous les autres mois d'échéance : 0,005 = 12,50 £
Type de contrat	Règlement en espèces		
Dernier jour de négociation	Premier jour ouvrable précédant la fin du trimestre de référence		
Prix de règlement final	Le prix de règlement final s'établit à 100, moins le taux de pension à un jour composé quotidiennement au cours du trimestre de référence.		
Seuils de volume pour les opérations en bloc	De 2 h à 6 h : 100 contrats De 6 h à 16 h 30 : 500 contrats	Heures de négociation en Asie : 250 contrats Heures de négociation en Europe : 500 contrats Heures normales de négociation : 1 000 contrats	Whites et Reds : 250 contrats Greens : 150 contrats Blues et Golds : 50 contrats Purple : 25 contrats

*Augmenté aux trente-neuf mois d'échéance trimestrielle les plus rapprochés à la fin de septembre 2019.

Source : sites Web de la Bourse de Montréal, de la CME et de ICE Exchange

À la lumière de cette analyse comparative à l'échelle internationale, la Bourse considère que les contrats à terme proposés sont justifiés, puisque leur lancement représente une occasion de mieux répondre aux besoins des participants au marché en leur offrant des produits reposant sur le taux sans risque de référence canadien reconnu pour l'avenir.

d. Analyse des incidences

i. Incidences sur le marché

La Bourse propose de modifier plusieurs articles de ses Règles afin de permettre l'inscription et la négociation de deux nouveaux produits, soit les contrats à terme d'un mois et de trois mois sur le taux CORRA, lesquels remplaceront les anciens contrats ONX et OIS, qui reposaient aussi sur le taux CORRA, mais dont les caractéristiques étaient désuètes. Pour éviter toute confusion entre les produits dans l'avenir, la négociation des contrats ONX et OIS a été suspendue

après la clôture des marchés le vendredi 7 juin dernier¹⁷ et toutes les mentions de ces produits ont été supprimées du site Web et des documents de marketing. Le tableau 7 ci-après résume les principales caractéristiques des nouveaux produits proposés.

Tableau 7 : Principales caractéristiques proposées pour les contrats COA et CRA

Caractéristique	Contrat à terme d'un mois sur le taux CORRA (COA)	Contrat à terme de trois mois sur le taux CORRA (CRA)
Unité de négociation	Taux CORRA quotidien moyen au cours du mois d'échéance, à raison de 25 \$ par contrat pour chaque point de base d'intérêt par année. Taille du contrat : 2 500 \$ CA × indice de taux	Taux CORRA composé quotidiennement au cours du trimestre de référence, à raison de 25 \$ par contrat pour chaque point de base d'intérêt par année.
Cycle d'échéance	Sept mois civils les plus rapprochés	Douze mois d'échéance trimestrielle Trimestre de référence basé sur les « dates MMI » (troisième mercredi des mois de mars, juin, septembre et décembre) Mois de référence du contrat : Mois au cours duquel le trimestre de référence commence Ex. : Pour un contrat de septembre, le trimestre de référence commence en septembre et finit en décembre.
Dernier jour de négociation	Dernier jour ouvrable du mois d'échéance	Premier jour ouvrable précédant la fin du trimestre de référence
Cotation des prix	100 - R (taux CORRA quotidien moyen au cours du mois d'échéance)	100 - R (taux CORRA composé quotidiennement au cours du trimestre de référence)
Unité minimale de fluctuation des prix	Mois d'échéance le plus rapproché : 0,0025 = 6,25 \$ CA Tous les autres mois d'échéance : 0,005 = 12,50 \$ CA	Mois d'échéance trimestrielle le plus rapproché : 0,0025 = 6,25 \$ CA Tous les autres mois d'échéance trimestrielle : 0,005 = 12,50 \$ CA

Principales différences entre les contrats COA et CRA

- Période de calcul : Le prix des deux contrats est établi sur la base des valeurs du taux CORRA observées au cours d'une période donnée, soit un mois civil dans le cas du contrat COA et trois mois (le « trimestre de référence ») dans le cas du contrat CRA. Dans le cas du second contrat, le trimestre de référence commence le mercredi MMI du mois de référence du contrat et se termine trois mois plus tard, le premier jour ouvrable qui précède le mercredi MMI du mois d'échéance.
- Prix de règlement final : Le prix de règlement final est établi i) selon la moyenne arithmétique des valeurs observées du taux CORRA au cours du mois d'échéance dans le cas du contrat COA et ii) selon la moyenne géométrique des valeurs observées du taux CORRA au cours du trimestre de référence dans le cas du contrat CRA.

Ces deux conventions différentes en ce qui a trait à la période de calcul et au prix de règlement final visent à répondre aux différents besoins du marché et sont alignées sur les nouvelles normes internationales relatives aux nouveaux contrats à terme sur taux sans risque inscrits en bourse. Les caractéristiques proposées des contrats découlent d'une consultation des participants au marché et des clients finaux en vue d'améliorer l'efficacité des produits reposant sur le taux CORRA comme instruments de négociation et de couverture. Les commentaires que la Bourse a reçus du secteur indiquent que des caractéristiques de contrat mieux alignées sur les normes internationales stimuleront l'adoption des contrats à terme. La Bourse est d'avis que les nouveaux produits offerts seront utiles aux participants au marché souhaitant couvrir non seulement leurs positions sur swap sur indice de taux à un jour, mais aussi toute nouvelle position sur un taux variable qui reposera sur le taux CORRA à l'avenir.

Compte tenu des similarités prévues entre les contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois (BAX) et les contrats à terme sur le taux CORRA (déroulement de la négociation, volatilité, etc.), la Bourse propose dans un premier temps d'aligner les règles applicables aux contrats COA et CRA sur celles applicables aux contrats BAX sauf en ce qui a trait aux opérations préarrangées, pour lesquelles la Bourse prévoit un délai prescrit de 5 secondes pour tous les mois d'échéance et stratégies. Les règles régissant l'annulation d'opérations (et l'ajustement de prix)

et les opérations en bloc pour les nouveaux contrats seront fondées sur les mêmes modalités¹⁸ que les contrats BAX. Pour ce qui est du processus de règlement quotidien, le seuil de volume minimal initial sera établi à 25 contrats. La Bourse propose de suivre l'activité sur les contrats COA et CRA, puis de réévaluer le seuil à mesure que la liquidité de ces produits augmentera. Toute modification subséquente sera communiquée au marché. Le tableau 8 ci-après résume les principales règles applicables aux nouveaux contrats COA et CRA.

Tableau 8 : Principales procédures proposées pour les contrats COA et CRA

Opérations préarrangées	Délai prescrit	Seuil de volume minimal
Contrat à terme d'un mois sur le taux CORRA (COA) : Tous les mois d'échéance et stratégies	5 secondes	Aucun seuil
Contrat à terme de trois mois sur le taux CORRA (CRA) : Tous mois d'échéance et stratégies	5 secondes	Aucun seuil
Opérations en bloc	Seuil de volume minimal	Délai prescrit
Contrat à terme d'un mois sur le taux CORRA (COA) : de 2 h à 5 h 59 min 59 s de 6 h à la fin du jour de négociation	100 contrats 500 contrats	1 heure 15 minutes
Contrat à terme de trois mois sur le taux CORRA (CRA) : de 2 h à 5 h 59 min 59 s de 6 h à la fin du jour de négociation	100 contrats 500 contrats	1 heure 15 minutes
Annulation d'opérations et ajustement de prix	Incrément	
Contrat à terme d'un mois sur le taux CORRA (COA) : Ordres ordinaires sur stratégies – Ordres implicites sur stratégies	5 points de base 5 points de base Somme des incréments de chacune des composantes d'une stratégie	
Contrat à terme de trois mois sur le taux CORRA (CRA) : Ordres ordinaires sur stratégies – Ordres implicites sur stratégies	5 points de base 5 points de base Somme des incréments de chacune des composantes d'une stratégie	
Prix de règlement quotidien	Seuil minimal employé dans l'algorithme (niveau initial*)	
Contrat à terme d'un mois sur le taux CORRA (COA) :	25 contrats pour tous les mois d'échéance	
Contrat à terme de trois mois sur le taux CORRA (CRA) :	25 contrats pour les mois d'échéance trimestrielle 1 à 12	

ii. Incidences sur les systèmes technologiques

Un certain travail de développement s'impose à l'égard des systèmes de la Bourse en vue du lancement de ces contrats à terme, notamment pour permettre l'exécution d'opérations sur les contrats COA et CRA des mois d'échéance les plus près à des cours comportant quatre décimales. La structure de cotation proposée permettra en effet de négocier ces deux contrats par échelons d'un quart de point de base (0,0025). En outre, le contrat CRA exigera une configuration adéquate, puisque le mois de référence du contrat ne correspond pas au mois d'échéance, comme c'est le cas pour le contrat COA et la plupart des contrats à terme standards. Cette particularité est nécessaire pour aligner la période de calcul du taux d'intérêt des contrats CRA sur celle des contrats BAX. Elle cadre également avec les nouvelles normes internationales qui s'appliquent aux nouveaux produits comme les contrats à terme sur le taux SOFR de la CME. Le sous-jacent des contrats BAX est un taux à terme par rapport à l'échéance (taux CDOR à trois mois), tandis que celui des contrats à terme de trois mois sur le taux CORRA est un taux établi selon des taux antérieurs par rapport à l'échéance (taux CORRA).

18. For proposed block transaction procedure, the alignment will be done with the BAX "green" level.

En outre, les modifications proposées auront des incidences sur les systèmes technologiques de la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (la « CDCC »). Plus précisément, du développement informatique s'impose pour permettre le traitement d'échelons de cotation à quatre décimales (définis dans les caractéristiques des produits). La CDCC devra aussi définir une méthode de calcul de la marge afin de déterminer les marges appropriées pour les positions simples et les stratégies sur les contrats. Les caractéristiques des contrats et les exigences relatives à ceux-ci ont déjà été communiquées aux participants agréés et aux fournisseurs de logiciels indépendants en vue d'un lancement sans accroc des produits. La Bourse n'a relevé aucun autre obstacle, que ce soit de nature technique, opérationnelle ou autre, à la mise en œuvre des modifications proposées.

iii. Incidences sur les fonctions réglementaires

Sous réserve de la Partie II. Modifications proposées, la Bourse propose d'établir une limite de position maximale de 10 000 contrats ou de 20 % de l'intérêt en cours tant pour le contrat COA que pour le contrat CRA. Cette limite s'appliquera à la position acheteur nette ou à la position vendeur nette sur l'ensemble des mois d'échéance. Cette proposition est conforme à la méthode que la Bourse applique aux produits sur taux d'intérêt entraînant un règlement en espèces (comme les contrats BAX), selon laquelle il est possible de moduler la limite minimale (de 4 000 à 10 000 contrats) en fonction du stade de croissance des produits. Cela donnerait aux participants au marché une flexibilité accrue pendant que l'intérêt en cours est relativement faible, ce qui est souvent nécessaire pour favoriser l'essor des nouveaux produits. Malgré l'augmentation de la limite minimale, la proposition est plus restrictive que ce qu'appliquent d'autres bourses à des produits comparables entraînant un règlement en espèces. À titre d'exemple, la CME et ICE n'appliquent aucune limite de position à leurs contrats à terme sur les taux SOFR et SONIA¹⁹. En outre, le taux sous-jacent des contrats proposés est le taux de référence le plus robuste au Canada, étant donné qu'il repose sur un très grand nombre d'opérations. Ainsi, il est peu probable qu'un participant au marché puisse avoir impact sur le sous-jacent et, par conséquent, sur le prix de règlement final.

Le seuil de déclaration des positions sur les contrats COA et CRA sera établi à 300 contrats, ce qui identique au seuil actuel des contrats BAX et au seuil qui s'appliquait aussi aux contrats ONX et OIS.

iv. Incidences sur les fonctions de compensation

La CDCC mettra à jour sa méthode de calcul de la marge afin de permettre le lancement des contrats à terme d'un mois et de trois sur le taux CORRA, même si la marge appliquée à ces produits sera établie selon une méthode très semblable à celle employée pour les contrats BAX. Il faudra aussi prévoir l'allègement de la marge pour les stratégies intragroupes et intergroupes. Comme c'est le cas pour tout nouveau produit, on modifiera le fichier faisant état des marges que publie la Division afin d'y inclure les contrats COA et CRA. On veillera à une coordination adéquate avec les fournisseurs de logiciels indépendants et les fournisseurs de services technologiques afin d'assurer un déploiement sans accroc des produits.

v. Intérêt public

La Bourse est d'avis que les modifications proposées sont dans l'intérêt public, puisque le taux CORRA a été désigné comme principal taux d'intérêt de référence à employer à l'avenir aux fins des contrats financiers. La Banque du Canada (par l'entremise du groupe de travail sur le TARCOM) dirige les efforts déployés pour le changement de taux de référence au Canada, et la Bourse souhaite soutenir et faciliter cette transition en offrant aux participants au marché des produits dont la conception leur est attrayante. La nouvelle réalité des marchés favorise le développement de ces nouveaux produits, qui devraient profiter à tous les intervenants.

IV. PROCESSUS

Le processus de rédaction a débuté en raison de l'intention de la Bourse d'offrir aux participants des produits reposant sur le taux CORRA qui répondent à leurs besoins et d'aligner ses produits sur les normes internationales. Compte tenu des récents développements dans les réformes des taux de référence de multiples pays, la Bourse est d'avis qu'une gamme actualisée de produits reposant sur le nouveau taux d'intérêt de référence principal au Canada devrait stimuler l'intérêt et l'activité sur son marché coté.

Les modifications proposées, y compris la présente analyse, doivent être approuvées par le Comité de règles et politiques de la Bourse et soumises à l'Autorité des marchés financiers, conformément à la procédure d'autocertification, et à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, à titre informatif.

Le projet décrit dans ce document vous est communiqué uniquement à titre informatif. Aucun de ces éléments ne doit être considéré comme étant la version définitive retenue par Bourse de Montréal Inc. (la « Bourse » ou « MX ») et la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (la « CDCC »). Les énoncés formulés et les idées ou concepts exposés ou expliqués dans ce document peuvent être modifiés à tout moment, à la discrétion de la Bourse ou de la CDCC. Veuillez noter que le projet doit également être approuvé par le conseil d'administration de la Bourse, par le conseil d'administration de la CDCC et par l'ensemble des autorités gouvernementales et organismes de réglementation dont relèvent la Bourse ou la CDCC. Le contenu du présent document n'a pas préséance sur les règles de la Bourse, ni sur celles de la CDCC, ni sur toute autre réglementation applicable.

19. Note that SOFR and SONIA futures contracts are subject to accountability levels (soft limits) at CME.