

CIRCULAIRE 008-21

Le 22 janvier 2021

DEUXIÈME SOLLICITATION DE COMMENTAIRES

MODIFICATION DE L'ARTICLE 6.206 DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC. EN CE QUI CONCERNE LE SEUIL DE VOLUME MINIMAL APPLICABLE AUX OPÉRATIONS EN BLOC SUR CONTRATS À TERME SUR ACCEPTATIONS BANCAIRES CANADIENNES DE TROIS MOIS (BAX)

Le 7 juillet 2020, Bourse de Montréal Inc. (la « **Bourse** ») a publié la circulaire pour sollicitation de commentaires [120-20](#) concernant des modifications à l'article 6.206 des règles de la Bourse afin de rétablir un seuil de volume minimal applicable aux opérations en bloc sur contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois (1^{er} au 4^e mois d'échéance trimestrielle) pendant les heures normales de négociation.

Suite à cette publication, la Bourse a modifié le seuil de volume minimal applicable proposé, le faisant passer de 2 000 à 4 000 contrats. Une version amendée des modifications proposées et de l'analyse détaillée sont jointes, les modifications apportées ayant été surlignées.

Les commentaires relatifs aux modifications proposées doivent nous être présentés au plus tard le **1^{er} mars 2021**. Prière de soumettre ces commentaires à :

Alexandre Normandeau
Conseiller juridique
Bourse de Montréal Inc.
1800-1190 av. des Canadiens-de-Montréal
C.P. 37
Montréal QC H3B 0G7
Courriel : legal@tmx.com

Ces commentaires devront également être transmis à l'Autorité des marchés financiers (l'« **Autorité** ») à l'attention de :

M^e Philippe Lebel
Secrétaire général et directeur général
des affaires juridiques
Autorité des marchés financiers
Place de la Cité, tour Cominar
2640, boulevard Laurier, bureau 400
Québec (Québec) G1V 5C1
Télécopieur : (514) 864-8381
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Veuillez noter que les commentaires reçus par un de ces destinataires seront transmis à l'autre destinataire et que la Bourse pourrait publier un résumé des commentaires qu'elle aura reçus dans le cadre du processus d'autocertification du présent projet. À moins d'indication contraire de votre part, les commentaires seront publiés de manière anonyme par la Bourse.

Annexes

Vous trouverez en annexe le document d'analyse ainsi que le texte des modifications proposées. La date d'entrée en vigueur des modifications proposées sera déterminée par la Bourse conformément au processus d'autocertification, tel que prévu par la *Loi sur les instruments dérivés* (RLRQ, chapitre I-14.01).

Processus d'établissement de règles

La Bourse est autorisée à exercer l'activité de bourse et est reconnue à titre d'organisme d'autoréglementation par l'Autorité. Le conseil d'administration de la Bourse a délégué au comité des règles et politiques l'approbation des règles, des politiques et des procédures, lesquelles sont par la suite soumises à l'Autorité conformément au processus d'autocertification, tel que prévu par la *Loi sur les instruments dérivés* (RLRQ, chapitre I-14.01).

Tour Deloitte

1800-1190 avenue des Canadiens-de-Montréal, C.P. 37, Montréal (Québec) H3B 0G7

Téléphone: 514 871-2424

Sans frais au Canada et aux États-Unis: 1 800 361-5353

Site Web: www.m-x.ca



MODIFICATION DE L'ARTICLE 6.206 DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC. EN CE QUI CONCERNE LE SEUIL DE VOLUME MINIMAL APPLICABLE AUX OPÉRATIONS EN BLOC SUR CONTRATS À TERME SUR ACCEPTATIONS BANCAIRES CANADIENNES DE TROIS MOIS

TABLE DES MATIÈRES

I. DESCRIPTION	2
II. MODIFICATION PROPOSÉE	2
III. ANALYSE	3
a. Contexte	3
b. Objectifs	6
c. Analyse comparative	7
d. Analyse des incidences	8
i. Incidences sur le marché	8
ii. Incidences sur les systèmes technologiques	9
iii. Incidences sur les fonctions réglementaires	9
iv. Incidences sur les fonctions de compensation	9
v. Intérêt public	9
IV. PROCESSUS	10
V. DOCUMENTS EN ANNEXE	10

I. DESCRIPTION

Par les présentes, Bourse de Montréal Inc. (la « Bourse ») propose de rétablir un seuil de volume minimal applicable aux opérations en bloc sur contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois (« BAX » ou « contrats BAX ») pendant les heures normales de négociation. Elle compte établir ce seuil de volume minimal à 4 000 contrats, de 6 h à 16 h 30 (heure de l'Est), en qui a trait aux quatre premiers mois d'échéance trimestrielle, ainsi qu'aux deux mois d'échéance non trimestrielle les plus rapprochés (collectivement, les « BAX *whites* »). La Bourse est d'avis que le bon fonctionnement du marché des opérations en bloc est souhaitable pour l'essor de ses produits et elle désire s'assurer que les produits et services qu'elle offre aux participants au marché répondent à leurs besoins. La Bourse est d'avis que la modification proposée permettra de mieux répondre aux besoins des participants au marché et contribuera à l'efficacité du marché en améliorant la qualité d'exécution.

À mesure que les marchés financiers continuent d'évoluer et de croître, les participants cherchent de plus en plus des moyens qui leur feront gagner en efficacité dans l'exécution des ordres, y compris ceux de grande taille. À cet égard, le mécanisme d'exécution des opérations en bloc de la Bourse offre aux participants au marché un moyen commode d'exécuter des opérations de grande taille sur un contrat donné à un prix unique, tout en réduisant au minimum les perturbations sur le marché global. L'exécution de ces opérations implique d'abord une négociation de gré à gré entre les contreparties. Une fois exécutées, les opérations sont soumises à la Bourse dans le délai prescrit aux fins de déclaration.

Les participants qui exercent des activités sur le marché des BAX considèrent que compte tenu de l'impossibilité d'exécuter des opérations en bloc sur les BAX *whites*, il ne leur est pas possible de prendre des positions importantes à la hauteur de leurs prévisions ou de réduire leur risque sur le marché sans entraîner d'effets nuisibles (comme une volatilité excessive ou un bouleversement des cours) sur la dynamique du marché. Étant donné l'évolution de l'état de liquidité des BAX *whites* au cours des derniers mois, il est particulièrement difficile d'exécuter des opérations de grande taille sur le marché coté. Ainsi, au lieu de réaliser des opérations de grandes tailles, les contreparties choisissent de plus en plus de multiplier les ordres de petite taille ou de reporter des opérations afin d'éviter les frictions sur le marché, qui entraînent des pertes d'efficacité. Par conséquent, la Bourse propose de permettre aux participants qui le souhaitent d'exécuter des opérations de grande taille sans qu'ils aient à assumer les coûts attribuables aux niveaux actuels de liquidité. L'établissement d'un seuil de volume applicable aux opérations en bloc sur les BAX *whites* améliorerait la qualité d'exécution, ce qui contribuerait à accroître l'efficacité du marché.

II. MODIFICATION PROPOSÉE

La Bourse propose de modifier l'article 6.206 de ses Règles afin de rétablir un seuil de volume minimal applicable aux opérations en bloc sur les BAX *whites* pendant les heures normales de négociation. Ainsi, le seuil de volume minimal applicable aux opérations en bloc de 6 h à 16 h 30 (heure de l'Est) sera de 4 000 contrats en ce qui concerne les BAX de la première année des échéances, de 1 000 contrats en ce qui concerne les BAX de la deuxième année des échéances (les « BAX *reds* ») et de 500 contrats en ce qui concerne les BAX de la troisième année des échéances (les « BAX *greens* »).

Tableau 1 : Modification proposée touchant les seuils de volume applicables aux opérations en bloc sur les contrats BAX

Seuils de volume minimal actuels pendant les heures normales de négociation (de 6 h à 16 h 30)	Seuils de volume minimal proposés pendant les heures normales de négociation (de 6 h à 16 h 30)
<p>BAX <i>whites</i> : Aucun seuil (opérations en bloc non permises)</p> <p>BAX <i>reds</i> : 1 000 contrats</p> <p>BAX <i>greens</i> : 500 contrats</p>	<p>BAX <i>whites</i> : 4 000 contrats</p> <p>BAX <i>reds</i> : 1 000 contrats</p> <p>BAX <i>greens</i> : 500 contrats</p>

Pour déterminer le seuil de volume minimal adéquat à l'égard des contrats BAX *whites*, la Bourse a analysé ses données de marché internes, questionné les participants au marché et mainteneurs de marché, puis effectué une analyse comparative portant sur les seuils appliqués aux opérations en bloc sur des produits comparables par de grandes bourses de dérivés à l'échelle mondiale. La Bourse a également tenu compte des seuils de volume minimal qui sont applicables à ses autres produits admissibles aux opérations en bloc, puis comparé les volumes de négociation et l'intérêt en cours de ces produits avec ceux des BAX *whites*. Les constatations de cette analyse l'ont menée à proposer un seuil de volume minimal de 4 000 contrats applicable aux BAX *whites*. La Bourse est d'avis que ce seuil permet d'établir un juste équilibre entre la transparence et l'équité du marché, tout en protégeant les clients contre une volatilité excessive et un bouleversement des cours. Le délai prescrit maximal pour déclarer les opérations à la Bourse serait de 15 minutes, comme c'est le cas pour les autres produits de la Bourse qui sont admissibles aux opérations en bloc. La Bourse considère que la modification proposée respecte son objectif de fournir aux participants au marché un mécanisme efficace d'établissement des cours et de couverture des opérations.

III. ANALYSE

a. Contexte

La Bourse détermine les seuils de volume minimal applicables aux opérations en bloc en fonction de l'état de liquidité du marché. Les clients qui participent aux opérations en bloc sont généralement des institutions du côté acheteur qui doivent négocier de gros volumes. Dans ces situations, les participants s'inquiètent souvent de l'incidence défavorable et perturbatrice que pourrait avoir un ordre de grande taille sur le marché en occasionnant une volatilité excessive et le bouleversement des cours. Lorsque le registre des ordres ne peut absorber efficacement les ordres de grande taille, cela cause une volatilité induite susceptible de perturber le bon fonctionnement et l'efficacité des marchés et de miner la confiance des investisseurs. Pour ces raisons, les participants préfèrent souvent recourir à un mécanisme hors bourse pour s'assurer de l'exécution des ordres sur la totalité des contrats voulus à un même prix, tout en ayant une incidence minimale sur le marché.

La Bourse a permis le recours au mécanisme de négociation en bloc pour l'ensemble des contrats BAX jusqu'en 2006. Cette année-là, il a été conclu que ce mécanisme n'était plus requis à l'égard des BAX *reds* et *greens*, compte tenu de l'activité négligeable les visant, ni des BAX *whites*, étant donné le niveau suffisant de liquidité de ceux-ci. À l'époque, le seuil de volume

minimal était de 5 000 contrats; le délai prescrit pour la déclaration des opérations en bloc à la Bourse était de 15 minutes.

En 2015, dans la foulée de l'intérêt accru pour ces contrats et d'une consultation du marché, la Bourse a rétabli les seuils applicables aux opérations en bloc sur les BAX *reds* et *greens*. L'objectif était d'améliorer l'efficacité dans les situations où le marché ne pouvait absorber des ordres de grande taille sans nuire directement au registre des ordres. À l'époque, les seuils établis à l'égard des opérations en bloc étaient de 1 000 contrats dans le cas des BAX *reds* et de 500 contrats dans le cas des BAX *greens*. Depuis l'établissement de ces seuils, les opérations en bloc sur les BAX *reds* et *greens* ne représentent qu'une poignée d'opérations par année, comme on le voit ci-après.

- 2017 : 1 opération en bloc (BAX *reds*) portant sur 3 000 contrats
- 2018 : 7 opérations en bloc (BAX *reds*) portant chacune sur 2 420 contrats en moyenne
- 2019 : 2 opérations en bloc (BAX *reds*) portant chacune sur 1 500 contrats en moyenne
- 2020 : 1 opération en bloc (BAX *reds*) portant sur 1 000 contrats

En 2018, dans le cadre de ses projets de prolongation de l'horaire de négociation, la Bourse a proposé d'actualiser le tableau relatif aux opérations en bloc afin d'y inscrire des seuils de volume minimal applicables à la séance de nuit (de 2 h à 5 h 59 min 59 s, heure de l'Est) qui correspondent au quart des seuils applicables pendant les heures normales. La Bourse est d'avis que la réduction des seuils de volume applicables aux opérations en bloc exécutées en dehors des heures normales locales de négociation favorise les occasions de négociation et convient mieux dans un marché où la liquidité peut manquer au départ. Afin de pallier le manque éventuel de liquidité aux premières heures de négociation, la Bourse a aussi établi un seuil applicable aux opérations en bloc sur les BAX *whites* pendant la période de prolongation de l'horaire de négociation. Il convient de noter que le délai de déclaration des opérations en bloc pendant la séance de nuit est d'une heure. Les seuils de volume minimal applicables aux opérations en bloc sur les contrats BAX pendant la séance de nuit (depuis le 9 octobre 2018) sont énoncés ci-après.

- BAX *whites* : 500 contrats
- BAX *reds* : 250 contrats
- BAX *greens* : 100 contrats

Le volume des contrats BAX et sa distribution par mois d'échéance sont relativement stables depuis trois ans. Toutefois, différentes mesures statistiques indiquent que la situation de la liquidité des contrats BAX se complique, notamment en ce qui concerne les BAX *whites*. Plus précisément, l'écart acheteur-vendeur moyen et la profondeur du marché des contrats BAX ont montré des signes de détérioration, ce qui semble confirmer que les ordres de grande taille ont une incidence sur le registre des ordres relatifs aux BAX *whites* et sur la dynamique normale du marché. Cela peut s'expliquer par de multiples facteurs, comme :

- les changements dans la répartition des participants au marché des BAX;
- les changements dans les habitudes de négociation des participants au marché des BAX;
- les effets d'une réglementation accrue sur les coûts et la capacité de négociation;
- un environnement de négociation moins favorable qu'auparavant.

Le changement d'environnement de marché observé au cours des derniers mois à la suite des trois baisses successives du taux directeur de la Banque du Canada en mars 2020 et l'engagement de la banque centrale de maintenir ce taux à un niveau historiquement bas ont temporairement inversé cette tendance, affectant le volume des ordres entrés. Cela peut être vu par l'augmentation de la taille moyenne des ordres acheteur et vendeur indiqué dans le tableau 4 ci-

dessous. Il convient de souligner que cette augmentation est due à la liquidité observée dans le premier contrat BAX Whites et que le seuil de blocage proposé est toujours beaucoup plus élevé que la taille moyenne des ordres bid et ask au premier niveau du carnet d'ordres pour les BAX Whites. Après plus de six mois dans ces nouvelles conditions de marché (mais stables), la Bourse est convaincue que le seuil de blocage proposé reste approprié et pertinent pour son marché à l'avenir.

Tableau 2 : Volume quotidien moyen (« VQM ») des BAX

Année	VQM des BAX <i>whites</i>	VQM des BAX <i>reds</i>	VQM des BAX <i>greens</i>	Total
2017	80 991	33 346	1 977	116 314
2018	81 818	32 615	1 639	116 072
2019 ¹	82 480	34 725	2 065	119 270
<u>2020</u>	<u>63 067</u>	<u>28 926</u>	<u>1 838</u>	<u>93 831</u>

Source : Bourse de Montréal

Tableau 3 : Écart acheteur-vendeur moyen des contrats BAX d'échéance trimestrielle pendant les heures normales de négociation

Écart acheteur-vendeur moyen	<i>white 1</i>	<i>white 2</i>	<i>white 3</i>	<i>white 4</i>	<i>red 1</i>	<i>red 2</i>	<i>red 3</i>	<i>red 4</i>	<i>green 1</i>	<i>green 2</i>	<i>green 3</i>	<i>green 4</i>
2017	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0101	0,0103	0,0107	0,0115	0,0128	0,0175	0,0219	0,0283
2018	0,0051	0,0051	0,0051	0,0052	0,0065	0,0068	0,0071	0,0080	0,0141	0,0200	0,0240	0,0279
2019	0,0053	0,0056	0,0058	0,0060	0,0063	0,0067	0,0069	0,0075	0,0158	0,0197	0,0247	0,0300
<u>2020</u>	<u>0,0057</u>	<u>0,0057</u>	<u>0,0058</u>	<u>0,0061</u>	<u>0,0068</u>	<u>0,0075</u>	<u>0,0080</u>	<u>0,0096</u>	<u>0,0151</u>	<u>0,0171</u>	<u>0,0272</u>	<u>0,0343</u>

Source : Bourse de Montréal

Tableau 4 : Tailles moyennes des ordres acheteur et vendeur sur les contrats BAX au premier niveau de profondeur du registre des ordres pendant les heures normales de négociation

Profondeur moyenne du registre des ordres (niveau 1)	BAX <i>whites</i> (acheteur)	BAX <i>whites</i> (vendeur)	BAX <i>reds</i> (acheteur)	BAX <i>reds</i> (vendeur)	BAX <i>greens</i> (acheteur)	BAX <i>greens</i> (vendeur)
2017	726	724	732	738	160	158
2018	728	731	553	563	315	309
2019	560	574	307	301	214	208
<u>2020</u>	<u>1 690</u>	<u>1 707</u>	<u>579</u>	<u>451</u>	<u>191</u>	<u>146</u>

Source : Bourse de Montréal

En outre, le tableau 5 ci-après montre que le volume de négociation moyen d'un contrat BAX *white* donné par tranche de 15 minutes est considérablement inférieur au seuil proposé de

¹ Les VQM de 2019 et 2020 ont été atteints dans le cadre de l'horaire de négociation prolongé (qui comprend quatre heures supplémentaires), ce qui suppose que le VQM des BAX *whites* a baissé pendant les heures normales de négociation. Cela confirme que le niveau de liquidité a diminué récemment.

4 000 contrats à l'égard des opérations en bloc. Les chiffres qui figurent dans ce tableau démontrent également la difficulté que présente la situation de la liquidité pour les participants au marché qui souhaitent exécuter des opérations de grande taille sans avoir d'incidence sur la dynamique du marché.

Tableau 5 : 2019 - Volume de négociation moyen des BAX *whites* par tranche de 15 minutes²

Période de négociation	Volume de négociation moyen par tranche de 15 minutes			
	<i>white 1</i>	<i>white 2</i>	<i>white 3</i>	<i>white 4</i>
De 2 h à 6 h	21	34	36	36
De 6 h à 8 h	133	177	151	134
De 8 h à 12 h	412	652	707	521
De 12 h à 15 h	190	271	280	219
De 15 h à 16 h 30	189	284	293	227

Source : Bourse de Montréal

Dans la foulée des projets actuels et prochains destinés à améliorer sa gamme de produits inscrits sur taux canadiens, la Bourse souhaite permettre aux participants qui le souhaitent d'exécuter des opérations de grande taille sans avoir d'incidence sur la situation du marché. Ainsi, l'établissement d'un seuil de volume adéquat applicable aux opérations en bloc sur les BAX *whites* améliorerait la qualité d'exécution, ce qui contribuerait à accroître l'efficacité du marché. Certains participants ont parfois besoin d'exécuter des opérations en bloc de grande taille. Or, l'absence d'un mécanisme d'exécution d'opérations en bloc nuit à l'efficacité de l'exécution de telles opérations.

b. Objectifs

La Bourse propose d'ajouter un seuil applicable aux opérations en bloc sur BAX *whites* pendant les heures normales de négociation dans le tableau de l'article 6.206, *Opérations en bloc*, qui dresse la liste des instruments dérivés admissibles. Elle souhaite ainsi atteindre les objectifs suivants :

- permettre l'exécution d'ordres de grande taille qui autrement s'effectueraient hors du marché organisé;
- accroître l'efficacité du marché en améliorant la qualité d'exécution et le niveau de certitude du prix en ce qui concerne les opérations de grande taille;
- harmoniser les pratiques de la Bourse avec les pratiques exemplaires des grandes bourses électroniques de dérivés étrangères.

La modification vise à renforcer le fonctionnement du marché canadien des dérivés et à mieux servir les intérêts des participants au marché. Les opérations en bloc ont pour but de répondre à la demande institutionnelle quant à l'exécution rapide et simple d'ordres de grande taille et d'atténuer l'effet néfaste qu'ont sur la qualité du registre des ordres les opérations de grande

² Volume de négociation des BAX hors stratégie (c'est-à-dire compte non tenu du volume attribuable aux stratégies à plusieurs instruments, lequel représente environ 25 % du volume global de négociation des BAX). Les volumes pour 2020 sont sensiblement les mêmes pour le premier BAX *white* et moins élevés pour les autres contrats BAX *whites*.

taille qui assèchent le marché. La Bourse entend permettre le recours à ce mécanisme aux fins de l'exécution d'opérations qui autrement perturberaient le marché, et non pour que le volume de négociation attribuable aux opérations en bloc devienne une part importante du volume de négociation sur le marché. Il est prévu que le registre central des ordres à cours limité (le « RCOCL ») demeurera intact et que l'avantage découlant du marché quant à l'établissement des cours demeurera constant.

c. Analyse comparative

Le rétablissement d'un seuil de volume minimal applicable aux opérations en bloc sur BAX *whites* harmonisera les contrats BAX avec les contrats sur taux d'intérêt à court terme négociés à l'échelle mondiale, comme le contrat sur eurodollars à la Chicago Mercantile Exchange (CME), les contrats Euribor et Short Sterling à l'Intercontinental Exchange (ICE), et les contrats à terme sur acceptations bancaires de 90 jours inscrits à l'Australian Securities Exchange (ASX). Comme le montre le tableau 6 ci-après, le seuil de volume minimal applicable aux opérations en bloc sur les quatre premiers mois d'échéance trimestrielle que propose la Bourse est semblable à ceux qui s'appliquent à l'égard d'autres contrats sur taux d'intérêt à court terme importants et moins importants négociés à l'échelle mondiale. La modification proposée est particulièrement alignée sur la structure des seuils de l'ASX à l'égard des opérations en bloc visant les contrats à terme sur acceptations bancaires de 90 jours inscrits à sa cote. Comparativement aux normes internationales en matière de contrats à terme sur taux d'intérêt à court terme de référence, la modification que propose la Bourse est relativement prudente. En effet, le ratio du volume quotidien moyen par rapport au seuil applicable aux opérations en bloc (quatrième colonne du tableau 6) est inférieur à celui de produits comparables, ce qui indique que le seuil représente un pourcentage supérieur du volume quotidien du produit.

Tableau 6 : Seuils de volume minimal applicables aux opérations en bloc sur contrats à terme sur taux d'intérêt à court terme en 2019

Contrat à terme (bourse)	Volume quotidien moyen par année d'échéances en 2019	Seuil de volume minimal actuel (pendant les heures normales de négociation)	Ratio (VQM des BAX <i>whites</i> / seuil applicable aux opérations en bloc sur BAX <i>whites</i>)
BAX (MX)	<i>whites</i> : 82 480 <i>reds</i> : 34 725 <i>greens</i> : 2 065	<i>whites</i> : opérations en bloc non permises <i>reds</i> : 1 000 contrats <i>greens</i> : 500 contrats	La modification proposée ferait en sorte que le VQM des BAX <i>whites</i> serait <u>21</u> fois supérieur au seuil de <u>4 000 contrats</u> applicable aux opérations en bloc.
Eurodollar (CME)	<i>whites</i> : 1 147 488 <i>reds</i> : 849 611 <i>greens</i> : 380 300	<i>whites</i> : 4 000 contrats <i>reds</i> : 4 000 contrats <i>greens</i> : 4 000 contrats	Le VQM des BAX <i>whites</i> est 287 fois supérieur au seuil applicable aux opérations en bloc.
EURIBOR à trois mois (ICE)	<i>whites</i> : 246 889 <i>reds</i> : 228 563 <i>greens</i> : 142 169	<i>whites</i> : 3 000 contrats <i>reds</i> : 1 500 contrats <i>greens</i> : 500 contrats	Le VQM des BAX <i>whites</i> est 82 fois supérieur au seuil applicable aux opérations en

			bloc.
Short Sterling à trois mois (ICE)	<i>whites</i> : 255 752 <i>reds</i> : 214 327 <i>greens</i> : 126 842	<i>whites</i> : 3 000 contrats <i>reds</i> : 1 000 contrats <i>greens</i> : 500 contrats	Le VQM des BAX <i>whites</i> est 85 fois supérieur au seuil applicable aux opérations en bloc.
Contrat à terme sur acceptations bancaires de 90 jours (90-Day Bank Bill) (ASX)	Mois d'échéance courant : 25 424 Mois 2 à 5 : 85 169 Mois 6 et 7 : 13 566 Mois 8 et plus : 3 888	Mois d'échéance courant : opérations en bloc non permises Mois 2 à 5 : 2 000 contrats Mois 6 et 7 : 1 000 contrats Mois 8 et plus : 500 contrats	Le VQM des BAX <i>whites</i> est 43 fois supérieur au seuil applicable aux opérations en bloc*. * En ce qui concerne les mois d'échéance 2 à 5.

Source : Sites Web des bourses

À la lumière de l'analyse comparative qui précède et étant donné que des produits comparables à ceux visés par la Bourse, mais ayant des volumes beaucoup plus élevés sont soumis à des seuils de volume minimal applicables aux opérations en bloc pour l'exécution d'opérations de grande taille, la Bourse est d'avis que la modification proposée est raisonnable.

d. Analyse des incidences

i. Incidences sur le marché

Comme indiqué précédemment, la Bourse entend permettre le recours à ce mécanisme aux fins de l'exécution d'opérations qui autrement perturberaient le marché, et non pour que le volume de négociation attribuable aux opérations en bloc devienne une part importante du volume de négociation sur le marché. Les clients qui participent aux opérations en bloc sont généralement de grandes institutions du côté acheteur qui doivent négocier de gros volumes. Dans ces situations, les participants s'inquiètent souvent de l'incidence défavorable et perturbatrice que pourrait avoir un ordre de grande taille sur le marché en occasionnant une volatilité excessive et le bouleversement des cours. Lorsque le registre des ordres ne peut absorber efficacement les ordres de grande taille, on observe souvent une volatilité induite susceptible de perturber le bon fonctionnement et l'efficacité des marchés et de miner la confiance des investisseurs. Pour ces raisons, les participants préfèrent souvent recourir à un mécanisme hors bourse pour s'assurer de l'exécution des ordres sur la totalité des contrats voulus à un même prix, tout en ayant une incidence minimale sur le marché. De nombreuses institutions du côté acheteur ont exprimé leur intérêt pour un seuil applicable aux opérations en bloc sur les BAX *whites*, puisque cela les aiderait à négocier ces contrats sans avoir à recourir au marché hors cote opaque pour exécuter des opérations de grande taille.

Les opérations en bloc étant exécutées en marge des meilleurs cours acheteur et vendeur du RCOCL, le prix d'une opération en bloc doit être juste et raisonnable conformément aux Règles en vigueur. Afin d'établir ce prix, il importe de tenir compte de facteurs comme la taille de l'opération, les prix des opérations observés sur le marché, les cours acheteur et vendeur du même contrat au moment pertinent, la volatilité et la liquidité du marché en question, ainsi que la conjoncture générale du marché. Sur demande, le participant agréé qui effectue une opération en bloc doit démontrer de façon satisfaisante que l'opération a été conclue en conformité avec

les Règles de la Bourse. Les paramètres de contrôle (délai prescrit et seuils de volume minimal) des opérations en bloc sont déterminés afin de ne pas avoir d'incidence défavorable sur ce qui suit :

- la liquidité;
- les prix;
- la transparence;
- les participants de la Bourse et leurs clients qui sont actifs sur son marché.

ii. Incidences sur les systèmes technologiques

La modification proposée ne devrait avoir aucune incidence sur les systèmes technologiques de la Bourse, de la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (la « CDCC »), des participants agréés, des fournisseurs de logiciels indépendants ou encore de tout autre participant au marché. La Bourse n'a relevé aucun obstacle, que ce soit de nature technique, opérationnelle ou autre, à la mise en œuvre de la modification proposée.

iii. Incidences sur les fonctions réglementaires

La modification proposée n'a aucune incidence sur les Règles en matière de conformité, de surveillance et de déclaration de la Bourse. Les participants qui effectuent des opérations en bloc (peu importe la taille de ces opérations et le délai de déclaration applicable) doivent se conformer aux Règles de la Bourse et ils sont assujettis à la surveillance de la Division de la réglementation de la Bourse. Il convient de rappeler aux participants qu'ils sont tenus de respecter en tout temps les bonnes pratiques commerciales dans la conduite de leurs affaires. En ce qui concerne plus particulièrement les opérations en bloc, la Bourse désire rappeler aux participants que des pratiques telles que le fait de devancer une opération (article 7.6) sont interdites.

iv. Incidences sur les fonctions de compensation

La modification proposée ne devrait avoir aucune incidence sur les fonctions de compensation de la CDCC, sur les règles et le manuel des opérations de la CDCC, ni sur les membres compensateurs de la CDCC ou les participants du secteur qui traitent avec la CDCC.

v. Intérêt public

La Bourse est d'avis que la modification proposée n'est pas contraire à l'intérêt public. En fait, le public et les participants au marché demandent généralement à ce que les Règles soient claires et conformes aux pratiques exemplaires des autres bourses de dérivés à l'échelle mondiale.

La modification proposée par la Bourse devrait susciter un volume de négociation supplémentaire en procurant aux participants au marché la certitude du prix, l'exécution immédiate des ordres de grande taille et les avantages de la compensation par contrepartie centrale. Ainsi, les opérations en bloc sur BAX *whites* devraient accroître l'efficacité du marché grâce à l'amélioration de la qualité d'exécution. Les opérations en bloc procurent aux clients et aux participants agréés la commodité d'exécuter une opération de gré à gré avec une autre partie de leur choix et la capacité d'exécuter une opération de grande taille à un prix unique qui est juste et raisonnable. De plus, les données relatives aux opérations en bloc fournissent un outil utile au marché pour analyser et évaluer un titre.

Le processus de rédaction des présentes a été entrepris à la suite de la demande de participants au marché souhaitant recourir à un mécanisme d'exécution d'opérations en bloc sur le marché des BAX *whites*. La Bourse estime que la modification proposée est dans l'intérêt du public, puisqu'elle permettra aux participants au marché d'améliorer leurs pratiques en matière de négociation et de couverture. En outre, le détail des opérations en bloc est rendu public après le délai de déclaration, ce qui accroît la transparence par rapport au marché hors bourse concurrent.

IV. PROCESSUS

La modification proposée et 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 réglementaire, et à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, à titre informatif. Après avoir été soumise aux commentaires du public, la modification proposée entrera ensuite en vigueur immédiatement.

V. DOCUMENTS EN ANNEXE

Modification proposée des Règles

Article 6.206 Opérations en bloc

(a) Dispositions générales. Les Participants Agréés peuvent négocier et exécuter une Opération hors du Système de Négociation Électronique conformément aux conditions suivantes :

- (i) Une Opération en bloc ne peut être arrangée et exécutée que durant les heures de négociation de la Bourse pour le dérivé admissible.
- (ii) L'Opération en bloc n'est autorisée qu'à l'égard des Instruments Dérivés suivants et doit respecter le seuil de volume minimal applicable (uniquement dans la mesure où l'instrument dérivé admissible est disponible pour négociation):

Instruments dérivés admissibles	Délai de déclaration prescrit (de 6 h jusqu'à la fin du Jour de négociation)	Bloc - seuil de volume minimal (de 6 h jusqu'à la fin du Jour de négociation)	Délai de déclaration prescrit (de 2 h jusqu'à 5 h 59 m 59s)	Bloc - seuil de volume minimal (de 2 h jusqu'à 5 h 59 m 59s)
	(Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)		(Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)	
Contrats à terme 30 jours sur le taux repo à un jour (ONX)	15 minutes	1 000 contrats	1 heure	250 contrats
Contrats à terme sur swap indexé à un jour (OIS)	15 minutes	200 contrats	1 heure	50 contrats
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de dix ans (CGB)	15 minutes 30 minutes	1 500 contrats 3 500 contrats	1 heure	350 contrats
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de deux ans (CGZ)	15 minutes	250 contrats	1 heure	100 contrats
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 30 ans (LGB)	15 minutes	100 contrats	1 heure	100 contrats
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de cinq ans (CGF)	15 minutes	500 contrats	1 heure	100 contrats
Options sur contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois	15 minutes	2 000 contrats	1 heure	500 contrats
Contrats à terme sur acceptations bancaires	Non applicable 15 minutes	Non applicable 4 000 contrats	1 heure	500 contrats

Instruments dérivés admissibles	Délai de déclaration prescrit (de 6 h jusqu'à la fin du Jour de négociation)	Bloc - seuil de volume minimal (de 6 h jusqu'à la fin du Jour de négociation)	Délai de déclaration prescrit (de 2 h jusqu'à 5 h 59 m 59s)	Bloc - seuil de volume minimal (de 2 h jusqu'à 5 h 59 m 59s)
	(Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)		(Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)	
canadiennes de trois mois du 1er au 4e mois d'échéance trimestrielle (BAX Whites)				
Contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois du 5e au 8e mois d'échéance trimestrielle (BAX reds)	15 minutes	1 000 contrats	1 heure	250 contrats
Contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois du 9e au 12e mois d'échéance trimestrielle (BAX greens)	15 minutes	500 contrats	1 heure	100 contrats
Stratégie combinant contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois (BAX) / Options sur contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois	15 minutes	Somme des pattes de la stratégie : 2 000 contrats au total, le volume de la/les patte(s) composée(s) d'options devant représenter au moins 50 % de la somme totale des pattes de la stratégie	1 heure	Somme des pattes de la stratégie : 2 000 contrats au total, le volume de la/les patte(s) composée(s) d'options devant représenter au moins 50 % de la somme totale des pattes de la stratégie
Stratégie combinant contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de dix ans (CGB) / Options sur contrats à terme du gouvernement du Canada de dix ans (OGB)	15 minutes	Somme des pattes de la stratégie : 2 000 contrats au total, le volume de la/les patte(s) composée(s) d'options devant représenter au moins 50 % de la somme totale des pattes de la stratégie	1 heure	Somme des pattes de la stratégie : 2 000 contrats au total, le volume de la/les patte(s) composée(s) d'options devant représenter au moins 50 % de la somme totale des pattes de la stratégie

[...]

Article 6.206 Opérations en bloc

(a) Dispositions générales. Les Participants Agréés peuvent négocier et exécuter une Opération hors du Système de Négociation Électronique conformément aux conditions suivantes :

- (i) Une Opération en bloc ne peut être arrangée et exécutée que durant les heures de négociation de la Bourse pour le dérivé admissible.
- (ii) L'Opération en bloc n'est autorisée qu'à l'égard des Instruments Dérivés suivants et doit respecter le seuil de volume minimal applicable (uniquement dans la mesure où l'instrument dérivé admissible est disponible pour négociation):

Instruments dérivés admissibles	Délai de déclaration prescrit (de 6 h jusqu'à la fin du Jour de négociation)	Bloc - seuil de volume minimal (de 6 h jusqu'à la fin du Jour de négociation)	Délai de déclaration prescrit (de 2 h jusqu'à 5 h 59 m 59s)	Bloc - seuil de volume minimal (de 2 h jusqu'à 5 h 59 m 59s)
	(Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)		(Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)	
Contrats à terme 30 jours sur le taux repo à un jour (ONX)	15 minutes	1 000 contrats	1 heure	250 contrats
Contrats à terme sur swap indexé à un jour (OIS)	15 minutes	200 contrats	1 heure	50 contrats
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de dix ans (CGB)	15 minutes 30 minutes	1 500 contrats 3 500 contrats	1 heure	350 contrats
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de deux ans (CGZ)	15 minutes	250 contrats	1 heure	100 contrats
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 30 ans (LGB)	15 minutes	100 contrats	1 heure	100 contrats
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de cinq ans (CGF)	15 minutes	500 contrats	1 heure	100 contrats
Options sur contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois	15 minutes	2 000 contrats	1 heure	500 contrats
Contrats à terme sur acceptations bancaires	15 minutes	4 000 contrats	1 heure	500 contrats

Instruments dérivés admissibles	Délai de déclaration prescrit (de 6 h jusqu'à la fin du Jour de négociation)	Bloc - seuil de volume minimal (de 6 h jusqu'à la fin du Jour de négociation)	Délai de déclaration prescrit (de 2 h jusqu'à 5 h 59 m 59s)	Bloc - seuil de volume minimal (de 2 h jusqu'à 5 h 59 m 59s)
	(Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)		(Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)	
canadiennes de trois mois du 1er au 4e mois d'échéance trimestrielle (BAX Whites)				
Contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois du 5e au 8e mois d'échéance trimestrielle (BAX reds)	15 minutes	1 000 contrats	1 heure	250 contrats
Contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois du 9e au 12e mois d'échéance trimestrielle (BAX greens)	15 minutes	500 contrats	1 heure	100 contrats
Stratégie combinant contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois (BAX) / Options sur contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois	15 minutes	Somme des pattes de la stratégie : 2 000 contrats au total, le volume de la/les patte(s) composée(s) d'options devant représenter au moins 50 % de la somme totale des pattes de la stratégie	1 heure	Somme des pattes de la stratégie : 2 000 contrats au total, le volume de la/les patte(s) composée(s) d'options devant représenter au moins 50 % de la somme totale des pattes de la stratégie
Stratégie combinant contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de dix ans (CGB) / Options sur contrats à terme du gouvernement du Canada de dix ans (OGB)	15 minutes	Somme des pattes de la stratégie : 2 000 contrats au total, le volume de la/les patte(s) composée(s) d'options devant représenter au moins 50 % de la somme totale des pattes de la stratégie	1 heure	Somme des pattes de la stratégie : 2 000 contrats au total, le volume de la/les patte(s) composée(s) d'options devant représenter au moins 50 % de la somme totale des pattes de la stratégie

[...]