

CIRCULAIRE 052-21

Le 22 mars 2021

SOLLICITATION DE COMMENTAIRES

MODIFICATION DE L'ARTICLE 6.206 DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC. EN CE QUI CONCERNE LES SEUILS DE VOLUME MINIMAL APPLICABLES AUX OPÉRATIONS EN BLOC SUR LES CONTRATS À TERME SUR OBLIGATIONS DU GOUVERNEMENT DU CANADA DE DEUX ANS ET DE CINQ ANS

Le 16 mars 2021, le comité des règles et politiques de Bourse de Montréal Inc. (la « **Bourse** ») a approuvé des modifications à l'article 6.206 des règles de la Bourse afin de mettre à jour les seuils de volume minimal applicables aux opérations en bloc sur les contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de deux ans (« CGZ ») et de cinq ans (« CGF »).

Les commentaires relatifs aux modifications proposées doivent nous être présentés au plus tard le **23 avril 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

Veillez 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 LES SEUILS DE VOLUME MINIMAL APPLICABLES AUX OPÉRATIONS EN BLOC SUR LES CONTRATS À TERME SUR OBLIGATIONS DU GOUVERNEMENT DU CANADA DE DEUX ANS ET DE CINQ ANS

TABLE DES MATIÈRES

I. DESCRIPTION	2
II. MODIFICATIONS PROPOSÉES	2
III. ANALYSE	2
a. Contexte	2
b. Objectifs	4
c. Analyse comparative	5
d. Analyse des incidences	6
i. Incidences sur le marché	6
ii. Incidences sur les systèmes technologiques	7
iii. Incidences sur les fonctions réglementaires	7
iv. Incidences sur les fonctions de compensation	7
v. Intérêt public	7
IV. PROCESSUS	7
V. DOCUMENTS EN ANNEXE	8

I. DESCRIPTION

Par les présentes, Bourse de Montréal Inc. (la « Bourse ») propose de modifier ses règles en vue de mettre à jour les seuils de volume minimal applicables aux opérations en bloc sur les contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de deux ans (« CGZ ») et de cinq ans (« CGF ») afin de mieux refléter les conditions de marché à la suite du lancement des programmes de maintien de marché du CGF (en décembre 2018) et du CGZ (en décembre 2020). La Bourse estime que les seuils de volume minimal applicables aux opérations en bloc sont importants pour le développement d'un marché efficace pour sa gamme de contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada, en particulier pour les produits à l'étape de la croissance. C'est pourquoi la Bourse réexamine les seuils applicables aux opérations en bloc sur le CGZ et sur le CGF afin de déterminer les niveaux optimaux pour les participants au marché, conformément à la dynamique de marché existante. La Bourse est d'avis que les modifications proposées permettront 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.

II. MODIFICATIONS PROPOSÉES

La Bourse propose de modifier les seuils de volume minimal applicables aux opérations en bloc sur les contrats CGZ et CGF pendant les heures normales de négociation (de 6 h à 16 h 30, heure de l'Est). Plus particulièrement, la Bourse propose d'augmenter les seuils de volume minimal et de les faire passer de 250 contrats à 1 500 contrats pour le CGZ et de 500 contrats à 1 000 contrats pour le CGF pendant cette période. Elle n'envisage aucun changement en ce qui concerne les seuils applicables aux opérations en bloc pendant la période de prolongation de l'horaire de négociation (de 2 h à 6 h, heure de l'Est).

Pour déterminer le seuil de volume minimal adéquat à l'égard des contrats CGZ et CGF, la Bourse a analysé ses données de marché internes, sondé les participants au marché et 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. Elle a également tenu compte des seuils de volume minimal qu'elle applique à ses autres produits admissibles aux opérations en bloc. La Bourse considère que les modifications proposées respectent son objectif de fournir aux participants au marché un mécanisme efficace d'établissement des cours et de couverture des positions.

III. ANALYSE

a. Contexte

Les opérations en bloc offrent aux participants au marché un moyen commode d'exécuter des opérations de grande taille sur un contrat déterminé à un prix unique. Ces opérations sont négociées de gré à gré entre les parties (habituellement des négociateurs institutionnels ou de grandes firmes commerciales) et sont exécutées à l'extérieur du registre central des ordres à cours limité (le « RCOCL ») de la Bourse. Après qu'elles ont été conclues hors bourse, les opérations en

bloc doivent être soumises à la Bourse dans un délai prescrit aux fins de déclaration. Les opérations en bloc doivent être soumises à la Bourse directement par le site Web de la Bourse¹.

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 indue 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.

Contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de deux ans :

La dernière fois que la Bourse a modifié le seuil applicable aux opérations en bloc sur le CGZ pendant les heures normales de négociation était en 2018, alors que les participants ne négociaient pas ce produit, qui, par conséquent, ne représentait aucun volume. À l'époque, la Bourse avait réduit ce seuil, le faisant passer de 500 contrats à 250 contrats, dans le but de stimuler la participation et de susciter un intérêt en cours à l'égard du produit malgré l'absence d'une liquidité soutenue sur le marché électronique². Toutefois, ce seuil n'a pas été immédiatement réévalué lorsque la Bourse a mis en œuvre une réduction de la valeur nominale du contrat CGZ, laquelle est passée de 200 000 \$ CA à 100 000 \$ CA en novembre 2020³. Pour maintenir la cohérence de ce seuil, celui-ci devrait être porté à 500 contrats (soit une valeur nominale sous-jacente équivalant à 50 000 000 \$ CA).

De plus, le succès rapide du nouveau programme de maintien de marché du contrat CGZ que la Bourse a mis en œuvre en décembre 2020⁴ oblige celle-ci à réviser sans tarder les seuils applicables aux opérations en bloc, ce produit ayant atteint un volume quotidien moyen de 5 000 contrats et un niveau d'intérêt en cours de près de 40 000 contrats, deux mois seulement après le lancement du programme. La Bourse a observé 14 opérations en bloc d'une taille moyenne de 1 251 contrats au cours de cette période⁵ et ces observations semblent indiquer que le seuil actuel de 250 contrats est trop bas; c'est pourquoi elle propose le nouveau seuil de 1 500 contrats. La taille moyenne observée des ordres acheteur et vendeur en tête de registre est souvent de quelques centaines de lots. Enfin, la plus petite valeur monétaire d'un point de base du contrat CGZ comparée à celle de contrats à terme sur obligations de plus longue échéance est un autre argument en faveur d'une hausse du seuil applicable aux opérations en bloc⁶, puisqu'il faut un plus grand nombre de contrats pour obtenir le même niveau de risque qu'avec des contrats à terme sur obligations à moyen ou à long terme.

¹ Formulaire de rapport d'opérations en bloc disponible au www.m-x.ca/rob_formulaire_fr.php

² https://www.m-x.ca/f_circulaires_fr/133-18_fr.pdf

³ https://www.m-x.ca/f_circulaires_fr/186-20_fr.pdf

⁴ https://www.m-x.ca/f_publications_en/cgz_launch_two_year_bond_futures_en.pdf

⁵ Ce chiffre représente environ 10 % du volume de négociation du CGZ.

⁶ Cet argument est également exposé dans la section consacrée à l'analyse comparative.

Contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de cinq ans :

La dernière fois que la Bourse a modifié le seuil applicable aux opérations en bloc sur le CGF pendant les heures normales de négociation était en 2009, alors qu'elle a réinscrit le produit à sa cote. À l'époque, aucun seuil de volume minimal ne s'appliquait aux opérations en bloc sur ce contrat et la Bourse a décidé de fixer un seuil à 500 contrats afin d'appuyer les efforts liés à cette réinscription, mais aucune modification n'a été apportée à ce seuil par la suite. Or, compte tenu de l'accroissement de la liquidité observé à la suite du lancement d'un nouveau programme de maintien de marché en décembre 2018, la Bourse estime maintenant qu'il y a lieu de mettre à jour le seuil de volume minimal. En 2020, le CGF a atteint un volume quotidien moyen de 21 798 contrats et un niveau d'intérêt en cours de 70 114 contrats. En 2020, la Bourse a observé 21 opérations en bloc d'une taille moyenne de 977 contrats. Cette activité représente moins de 1 % du volume du CGF, mais comme la taille moyenne de ces opérations représente environ le double du seuil applicable aux opérations en bloc, cela semble indiquer que le seuil applicable aux opérations en bloc actuel de 500 contrats peut augmenter et passer à 1 000 contrats.

b. Objectifs

Les modifications proposées visent à renforcer le fonctionnement du marché canadien des dérivés et à mieux servir les intérêts des participants au marché. La Bourse souhaite ainsi offrir aux participants aux marchés du CGZ et du CGF un mécanisme efficace d'établissement des cours et de couverture des positions. Elle propose de mettre à jour le seuil de volume minimal applicable aux opérations en bloc sur le CGZ et sur le CGF compte tenu de l'évolution récente du marché à la suite de la mise en œuvre des programmes de maintien de marché de ces contrats. Plus précisément, la Bourse est d'avis que les seuils applicables aux opérations en bloc qu'elle propose par les présentes auront les effets suivants :

- un accroissement de l'utilité et de l'efficacité de ces produits pour les opérateurs en couverture et les spéculateurs actifs sur les marchés du CGZ et du CGF;
- le maintien de l'exécution d'opérations de grande taille qui autrement s'effectuerait hors du marché coté organisé;
- l'harmonisation des pratiques de la Bourse avec les pratiques exemplaires des grandes bourses électroniques de dérivés étrangères.

Les opérations en bloc visent à répondre à la demande institutionnelle d'exécution rapide et simple d'ordres de grande taille ainsi qu'à atténuer l'incidence préjudiciable des opérations de grande taille sur la qualité du registre des ordres, tout en maximisant la probabilité que le RCOCL demeure le principal moyen d'exécution des opérations. L'objectif de la mise en œuvre de seuils mieux adaptés aux conditions de marché consiste à permettre aux participants d'exécuter des opérations de grande taille à un prix juste et à limiter les effets néfastes de celles-ci, tout en faisant en sorte ce que ce type d'opération ne représente pas une part démesurée du marché, ni même qu'il devienne pratique courante, voire la principale pratique.

c. Analyse comparative

Le tableau 1 ci-après donne un aperçu des seuils de volume minimal applicables aux opérations en bloc à différentes bourses de dérivés dans le monde (pour des contrats comparables).

Tableau 1 : Analyse comparative à l'échelle mondiale du volume quotidien moyen (« VQM ») de négociation de contrats à terme sur obligations d'État et des seuils de volume minimal applicables aux opérations en bloc en 2020

Contrats à terme sur obligations d'état	Bourse de Montréal (contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada)	CME* (contrats à terme sur obligations du Trésor des États-Unis)	Eurex (contrats à terme sur obligations d'État de l'Allemagne)	ICE (contrats à terme sur obligations d'État du Royaume-Uni)
VQM 2 ans (seuil de vol. d'op. en bloc)	> 5 k (250 – séances normales, 100 – séances de prolongation)	387 k (5 000 [HNN], 2 500 [HNE], 1 250 [HNA])	337 k (4 000)	83 (250 – publication standard, 1 000 – publication différée)
VQM 5 ans (seuil de vol. d'op. en bloc)	> 20 k (500 – séances normales, 100 – séances de prolongation)	902 k (5 000 [HNN], 2 500 [HNE], 1 250 [HNA])	530 k (3 000)	70 (100 – publication standard, 1 000 – publication différée)
VQM 10 ans (seuil de vol. d'op. en bloc)	> 100 k (1 500 – séances normales [3 500 de grande taille], 350 – séances de prolongation)	1,5 M (5 000 [HNN], 2 500 [HNE], 1 250 [HNA])	767 k (2 000)	203 k (500 – publication standard, 1500 – publication différée)
VQM 30 ans (seuil de vol. d'op. en bloc)	0 (100 – séances normales*, 100 – séances de prolongation)	134 k (5 000 [HNN], 2 500 [HNE], 1 250 [HNA])	56 k (100)	30 (50 – publication standard, 250 – publication différée)

* HNN = heures normales de négociation; HNE = heures de négociation en Europe; HNA = heures de négociation en Asie.

Sources : caractéristiques des contrats sur les sites Web des bourses

Ce tableau permet de constater qu'en général les seuils applicables aux opérations en bloc sur les produits à l'étape du développement (ceux dont le volume quotidien moyen est faible) sont réduits. Cette observation est surtout vraie pour les contrats à terme sur obligations de 2 ans, de 5 ans et de 30 ans d'ICE, ainsi que pour les contrats à terme sur obligations de 30 ans de l'Eurex.

On peut aussi observer qu'il existe, à ces bourses, une relation inverse entre la durée d'un contrat et ses seuils de volume minimal. En effet, plus la durée d'un produit est longue, plus le risque (soit

la valeur monétaire d'une variation d'un point de base) est élevé; cela se traduit habituellement par une meilleure qualité de marché (profondeur et taille des ordres) pour les produits de courte durée, ce qui facilite la compensation des risques pour ce segment de la courbe des taux. À titre d'exemple, il faut environ six contrats à terme sur obligations de deux ans pour compenser le risque d'un contrat à terme sur obligations de dix ans.

CME applique les mêmes seuils aux opérations en bloc pour tous les contrats à terme sur obligations d'État. Cela s'explique, entre autres, par le fait que ses produits inscrits liés à la totalité de la courbe des taux sont bien développés et que leur liquidité est bien établie. À 5 000 contrats, son seuil applicable pendant les heures normales est ainsi relativement élevé. La Bourse est d'avis que sa propre gamme de contrats à terme sur obligations n'est pas suffisamment développée pour qu'elle envisage une structure similaire.

En s'appuyant sur cette analyse comparative internationale, la Bourse considère que les modifications proposées visant à hausser les seuils applicables aux opérations en bloc permettront d'harmoniser ses pratiques à l'égard des contrats CGZ et CGF avec celles qui ont cours ailleurs dans le monde pour des produits comparables compte tenu de leur étape de développement.

d. Analyse des incidences

I. Incidences sur le marché

Comme mentionné précédemment, la Bourse compte renforcer le fonctionnement des marchés canadiens des dérivés. Les modifications proposées répondent aux conditions de liquidité des marchés du CGZ et du CGF, ce qui devrait procurer aux participants une transparence accrue des prix. La Bourse estime que l'incidence sur les participants au marché sera minime parce que les opérations en bloc ne constituent pas une part importante du volume de négociation de ces deux contrats et que des opérations en bloc sont déjà exécutées au-delà des seuils proposés.

La Bourse exigera toujours que le prix de l'opération en bloc soit juste et raisonnable en conformité avec les Règles en vigueur. Ainsi, afin d'établir ce prix, il importe de tenir compte de facteurs comme la taille de l'opération, le prix des opérations observé sur le marché, les cours acheteur et vendeur pour le même contrat au moment en cause, la volatilité et la liquidité du marché concerné, 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

Les modifications proposées aux Règles ne devraient avoir aucune incidence sur les systèmes technologiques de la Bourse, de ses 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 ces modifications proposées.

iii. Incidences sur les fonctions réglementaires

Les modifications proposées n'ont 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

Les modifications proposées ne devraient 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 estime que les modifications proposées sont dans l'intérêt du public, puisqu'elles permettront aux participants au marché d'améliorer leurs pratiques en matière de négociation et de couverture, tout en maintenant le plus d'opérations possible « à l'écran ». Les seuils applicables aux opérations en bloc qui sont proposés contribueront à accroître la transparence et l'équité sur les marchés. Alors que les opérations en bloc procurent aux participants un moyen utile d'analyser et d'évaluer un titre (comparativement à l'exécution de ces opérations de grande taille dans l'opacité du marché hors cote), la Bourse estime que les nouveaux seuils favoriseront l'exécution d'un nombre accru d'opérations sur le marché électronique et amélioreront l'équilibre de la dynamique des marchés de ces produits.

IV. PROCESSUS

Le processus de rédaction découle du souhait de la Bourse d'examiner la pertinence des seuils de volume minimal applicables aux opérations en blocs sur les contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada pour les produits à l'étape du développement de la liquidité. Étant donné ses projets actuels et à venir à l'égard de la revitalisation de la courbe des taux, la Bourse est d'avis qu'il convient de fixer des seuils applicables aux opérations en bloc qui sont mieux adaptés afin de susciter l'intérêt pour les produits CGZ et CGF et de stimuler la négociation de ces contrats.

Les modifications proposées, avec 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.

V. DOCUMENTS EN ANNEXE

Modifications proposées aux Règles de la Bourse.

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):

Instrument dérivé admissible	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 sur obligations du gouvernement du Canada de deux ans (CGZ)	15 minutes	250 -1500 contrats	1 heure	100 contrats
[...]				
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de cinq ans (CGF)	15 minutes	500 -1000 contrats	1 heure	100 contrats
[...]				

[...]

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 sur obligations du gouvernement du Canada de deux ans (CGZ)	15 minutes	1500 contrats	1 heure	100 contrats
[...]				
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de cinq ans (CGF)	15 minutes	1000 contrats	1 heure	100 contrats
[...]				

[...]