

CIRCULAIRE 088-21

Le 18 mai 2021

SOLLICITATION DE COMMENTAIRES

MODIFICATION DE L'ANNEXE 6E4.1 DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC. POUR MODIFIER LE SEUIL MINIMAL PRÉVU DANS LA PROCÉDURE APPLICABLE AU PRIX DE RÈGLEMENT QUOTIDIEN DU CONTRAT À TERME SUR ACCEPTATIONS BANCAIRES CANADIENNES DE TROIS MOIS

Le 11 mai 2021, le comité des règles et politiques de Bourse de Montréal Inc. (la « **Bourse** ») a approuvé des modifications à l'Annexe 6E4.1 des règles de la Bourse en vue de mettre à jour les seuils minimaux définis dans la procédure applicable au prix de règlement quotidien du contrat à terme sur acceptations bancaires canadiennes trois mois (« **BAX** »).

Les commentaires relatifs aux modifications proposées doivent nous être présentés au plus tard le **18 juin 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).



**MODIFICATION DE L'ANNEXE 6E4.1 DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC. POUR
MODIFIER LE SEUIL MINIMAL PRÉVU DANS LA PROCÉDURE APPLICABLE AU PRIX DE
RÈGLEMENT QUOTIDIEN DU CONTRAT À TERME SUR ACCEPTATIONS BANCAIRES
CANADIENNES DE TROIS MOIS**

TABLE DES MATIÈRES

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

I. DESCRIPTION

Par les présentes, Bourse de Montréal Inc. (la « Bourse ») propose de modifier ses règles en vue de mettre à jour les seuils minimaux (les « seuils minimaux ») définis dans la procédure applicable au prix de règlement quotidien du contrat à terme sur acceptations bancaires canadiennes trois mois (« BAX ») afin de mieux refléter les conditions de marché durant le jour de bourse et au moment du règlement. Les seuils minimaux applicables au prix de règlement quotidien du BAX ont été réduits de moitié en mai 2020, vu les répercussions négatives du contexte de la pandémie de la COVID-19 sur le marché. Or, ces derniers mois, la Bourse a constaté que les conditions de liquidité du contrat BAX s'étaient suffisamment améliorées et qu'elles pouvaient justifier une augmentation des seuils minimaux. C'est pourquoi la Bourse réexamine les seuils minimaux applicables au prix de règlement quotidien du BAX afin de déterminer des niveaux optimaux en phase avec la dynamique de marché observée. Plus précisément, elle propose d'augmenter de 25 contrats chacun des seuils minimaux, qui passeraient à 100, 75 et 50 contrats respectivement pour ce qui est des BAX whites, reds et greens. La Bourse est d'avis que les modifications proposées amélioreront l'efficacité du marché en rendant le prix de règlement quotidien plus fiable et robuste, au bénéfice de tout le marché.

II. MODIFICATIONS PROPOSÉES

Les conditions de liquidité ayant connu une amélioration soutenue depuis plusieurs mois, la Bourse propose de modifier les seuils minimaux de la procédure applicable au prix de règlement quotidien du BAX de l'Annexe 6E4.1 des règles, qu'elle entend faire passer :

- de 75 à 100 contrats pour les quatre premières échéances trimestrielles (« whites »);
- de 50 à 75 contrats pour les échéances trimestrielles 5 à 8 (« reds »); et
- de 25 à 50 contrats pour les échéances trimestrielles 9 à 12 (« greens »).

Il convient de souligner que les modifications proposées par la Bourse ne changeront pas la méthodologie prévue dans la procédure, et l'algorithme d'évaluation automatisé ne sera pas modifié à l'exception du nouveau nombre minimal de contrats pour chaque année de contrat BAX.

Pour déterminer le seuil minimal adéquat à l'égard des différentes échéances du BAX, la Bourse a analysé ses données de marché internes et questionné les participants au marché. Elle 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

La Bourse détermine le prix de règlement quotidien du BAX grâce à un algorithme d'évaluation automatisé. Le prix de règlement quotidien ainsi obtenu est ensuite utilisé par la chambre de compensation, c'est-à-dire la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CDCC), pour établir les marges de fin de journée. Comme les prix de règlement influencent les

marges de fin de journée, ils ont un impact important sur les participants au marché détenant des positions en cours.

L'algorithme comprend le nombre minimal de contrats négociés au cours des trois dernières minutes ou, s'il y a lieu, au cours des 30 dernières minutes de la séance de bourse qui est requis pour déterminer les prix de règlement des différents mois d'échéance des contrats BAX (le « seuil minimal »).

En février 2016, la Bourse a introduit trois seuils minimaux distincts devant être utilisés par l'algorithme d'évaluation dans le calcul du prix de règlement du BAX, là où s'appliquait auparavant un seuil minimal unique de 50 contrats.

- Le premier seuil s'appliquait du 1^{er} au 4^e mois d'échéance trimestrielle (« whites ») du BAX et était établi à un niveau de 150 contrats.
- Le deuxième seuil, pour les 5^e au 8^e mois d'échéance trimestrielle (« reds ») était de 100 contrats.
- Le troisième seuil, qui portait sur les contrats moins liquides du 9^e au 12^e mois d'échéance trimestrielle (« greens ») était demeuré inchangé à 50 contrats.

La hausse du seuil pour les contrats à échéances rapprochées (du 1^{er} au 8^e mois d'échéances trimestrielles, « whites » et « reds ») avait pour but de rendre l'influence des prix de règlement plus difficile et plus dispendieuse. En effet, un participant au marché qui était tenté d'influencer les prix de règlement du BAX devait assumer des coûts de transaction supplémentaires et un risque plus important.

En mai 2020, la Bourse a modifié la procédure applicable au prix de règlement quotidien du BAX dans ses règles en réponse à une diminution substantielle de la liquidité des contrats BAX causée par le contexte du marché. La Bourse a ainsi rajusté et établi à 75, 50 et 25 contrats respectivement les seuils minimaux des BAX whites, reds et greens¹. Ces rajustements étaient nécessaires pour générer des prix de règlement qui cadraient avec la situation du marché en vigueur au moment de leur calcul.

Depuis, la Bourse a continué de surveiller les conditions du marché des contrats BAX en vue d'augmenter les seuils minimaux si elle venait à observer une augmentation constante de la liquidité sur une période donnée. Or, c'est justement le constat qu'elle a fait au premier trimestre de 2021 pour les douze échéances du contrat, comme le montre le tableau 1 ci-dessous. Le redressement de l'activité durant la période de règlement (et tout au long du jour de bourse) est signe que le marché s'est stabilisé, et la Bourse est confiante que le niveau d'activité se maintiendra. L'établissement des seuils minimaux tient aussi compte du fait que les chiffres du tableau 1 sont des moyennes sur lesquelles peuvent influencer les conditions observées sur le marché à certaines dates. Les niveaux ont été fixés de manière à maximiser la probabilité que l'algorithme d'évaluation du prix quotidien favorise les transactions.

¹ Ce qui représentait 50 % des seuils minimaux en place à l'époque.

Tableau 1 : Volume quotidien moyen observé durant la période de règlement quotidien de chacun des contrats BAX

| Contrat BAX | T2 2020 | T3 2020 | T4 2020 | T1 2021 |
|-------------|---------|---------|---------|------------|
| white 1 | 822 | 93 | 309 | 258 |
| white 2 | 91 | 264 | 104 | 206 |
| white 3 | 123 | 197 | 86 | 201 |
| white 4 | 150 | 147 | 104 | 75 |
| red 1 | 113 | 91 | 126 | 162 |
| red 2 | 103 | 76 | 162 | 139 |
| red 3 | 71 | 49 | 130 | 267 |
| red 4 | 56 | 35 | 47 | 104 |
| green 1 | 5 | 26 | 41 | 111 |
| green 2 | 65 | 3 | 5 | 92 |
| green 3 | 5 | 0 | 13 | 122 |
| green 4 | 0 | 5 | 9 | 113 |

b. Objectifs

L'objectif des modifications est de revoir la procédure utilisée pour déterminer le prix de règlement du BAX, en particulier les seuils minimaux, et de l'actualiser avec la nouvelle réalité du marché du BAX afin de la rendre plus robuste et efficace. La Bourse souhaite fournir au marché un mécanisme efficace d'établissement des cours.

Plus précisément, elle est d'avis que les modifications proposées :

- augmenteront la robustesse et l'efficacité du prix de règlement quotidien pour les opérateurs en couverture et les spéculateurs qui participent au marché du BAX;
- rendront le prix de règlement quotidien plus représentatif des conditions du marché et amélioreront la transparence;

La Bourse est convaincue que ces modifications auront pour effet de renforcer le fonctionnement du marché canadien des dérivés et de mieux servir les intérêts de ses participants.

c. Analyse comparative

Certaines caractéristiques de la procédure utilisée par la Bourse pour déterminer les prix de règlement quotidiens du BAX sont similaires à celles d'autres bourses sur lesquelles sont négociés des contrats à terme sur taux d'intérêt à court terme, comme CME et ICE. Le seuil et le temps utilisé ne sont pas les mêmes que pour les contrats à terme comparables. Le tableau 2 ci-dessous indique les quantités minimales exigées par les autres bourses, le cas échéant. La communication des seuils minimaux servant à déterminer le prix de règlement quotidien est une pratique

courante dans le secteur, car elle rend le marché plus transparent et clarifie les modalités d'établissement des prix de règlement.

Tableau 2 : Analyse comparative à l'échelle mondiale des seuils minimaux requis pour la détermination du prix de règlement quotidien des contrats à terme sur taux d'intérêt à court terme.

| Bourse | Produits (contrats à terme sur taux d'intérêt à court terme) | Nombre de contrats négociés ou cotés durant la période de règlement quotidienne |
|--------------------|--|---|
| CME | Contrats à terme Eurodollar | Non déterminé; cours moyen pondéré par le volume à la dernière minute de négociation. Pour les autres contrats à terme sur taux d'intérêt associés à un faible intérêt en cours et non liés à des titres du Trésor, la quantité minimale est de 50 contrats ² . |
| ICE | Contrats à terme Euribor et contrats à terme Short Sterling | 500 contrats. Les contrats à terme sur taux d'intérêt à court terme moins liquides sont assortis de seuils minimaux allant de 20 à 250 contrats ³ . |
| ASX | Contrats à terme sur acceptations bancaires de 90 jours | Non déterminé. L'opérateur de marché peut à l'occasion établir une exigence de volume de négociation ou d'ordre par produit, à prendre en compte dans le calcul au moment du règlement ⁴ . |
| Bourse de Montréal | BAX | Actuels Whites : 75 contrats Reds : 50 contrats Greens : 25 contrats Proposés Whites : 100 contrats Reds : 75 contrats Greens : 50 contrats |

À la lumière de cet exercice d'analyse comparative internationale, la Bourse est d'avis que les modifications proposées contribueront à harmoniser les seuils minimaux de la procédure applicable au prix de règlement quotidien du BAX avec les pratiques internationales en matière de produits comparables, compte tenu des niveaux de liquidité.

d. Analyse des incidences

i. Incidences sur le marché

Les modifications proposées auront peu d'incidence sur la négociation quotidienne puisqu'elles ne s'appliqueront qu'au calcul des prix de règlement du BAX, qui est fondé sur les dernières minutes de négociation quotidienne. Il est possible que le volume du contrat BAX augmente durant la période de fermeture, car le seuil requis sera plus élevé. Par contre, la Bourse ne prévoit pas d'effets majeurs sur le volume de négociation pour les contrats individuels. Comme

² https://www.cmegroup.com/market-data/files/CME_Group_Settlement_Procedures.pdf

³ https://www.theice.com/publicdocs/futures/Designated_Settlement_Periods_Volume_Thresholds.pdf

⁴ https://www.asx.com.au/documents/rules/asx_24_section_02.pdf

mentionné précédemment, elle compte renforcer le fonctionnement des marchés canadiens des dérivés. Les modifications proposées répondent aux conditions de liquidité du marché du BAX, ce qui devrait procurer aux participants une transparence accrue des prix.

ii. Incidences sur les systèmes technologiques

Les modifications proposées des 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 des 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.

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

Les modifications proposées devraient améliorer la qualité des prix de fermeture et, par conséquent, la transparence du contrat BAX. La Bourse estime qu'elles sont dans l'intérêt du public, puisqu'elles permettront aux participants au marché d'améliorer leurs pratiques en matière de négociation et de couverture. Comme mentionné précédemment, les modifications rendront le prix de règlement quotidien plus robuste et efficace, ce qui profitera aux participants.

IV. PROCESSUS

Le processus de modification découle du désir de la Bourse de réviser les paramètres des seuils minimaux contenus dans l'algorithme d'évaluation du prix de négociation quotidien du BAX pour les mettre en phase avec les conditions de marché récentes. 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.

V. DOCUMENTS EN ANNEXE

Modifications proposées des Règles de la Bourse.

Annexe 6E-4.1 CONTRATS À TERME SUR ACCEPTATIONS BANCAIRES CANADIENNES DE TROIS MOIS (BAX)

La procédure applicable au Prix de Règlement quotidien du Contrat à Terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois (BAX) est exécutée par un algorithme d'évaluation automatisé qui utilise les paramètres décrits aux paragraphes (b), (c) et (d) de l'Annexe 6D-4.1 afin de garantir l'exactitude du processus.

(a) Définitions:

[...]

(iii) « Seuil Minimal » : Le seuil en vigueur pour le BAX est de

- (1) ~~75~~-100 contrats pour les quatre premières échéances trimestrielles (« whites »);
- (2) ~~50~~-75 pour les échéances trimestrielles 5 à 8 (« reds »); et
- (3) ~~25~~ 50 contrats pour les échéances trimestrielles 9 à 12 (« greens »).

[...]

Annexe 6E-4.1 CONTRATS À TERME SUR ACCEPTATIONS BANCAIRES CANADIENNES DE TROIS MOIS (BAX)

La procédure applicable au Prix de Règlement quotidien du Contrat à Terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois (BAX) est exécutée par un algorithme d'évaluation automatisé qui utilise les paramètres décrits aux paragraphes (b), (c) et (d) de l'Annexe 6D-4.1 afin de garantir l'exactitude du processus.

(a) Définitions:

[...]

(iii) « Seuil Minimal » : Le seuil en vigueur pour le BAX est de

- (1) 100 contrats pour les quatre premières échéances trimestrielles (« whites »);
- (2) 75 pour les échéances trimestrielles 5 à 8 (« reds »); et
- (3) 50 contrats pour les échéances trimestrielles 9 à 12 (« greens »).

[...]