

**CIRCULAIRE 113-20**

Le 25 juin 2020

**SOLLICITATION DE COMMENTAIRES**

**MODIFICATION DE L'ARTICLE 12.5 DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC. POUR MODIFIER L'UNITÉ MINIMALE DE FLUCTUATION DES PRIX DES CONTRATS À TERME SUR ACCEPTATIONS BANCAIRES CANADIENNES DE TROIS MOIS**

Le 17 mars 2020, le comité des règles et politiques de Bourse de Montréal Inc. (la « **Bourse** ») a approuvé des modifications à l'article 12.5 des règles de la Bourse afin de modifier l'unité minimale de fluctuation des prix (la taille de l'échelon de cotation) des contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois (les « **contrats BAX** ») de manière à ce que l'unité minimale de fluctuation des prix des neuvième, dixième, onzième et douzième mois d'échéance trimestrielle des contrats BAX soit réduite de moitié et passe de 0,01 point d'indice (un échelon complet) à 0,005 point d'indice (un demi-échelon).

Les commentaires relatifs aux modifications proposées doivent nous être présentés au plus tard le **27 juillet 2020**.  
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](mailto:legal@tmx.com)**

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

M<sup>e</sup> 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](mailto: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](http://www.m-x.ca)



**MODIFICATION DE L'ARTICLE 12.5 DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC. POUR MODIFIER  
L'UNITÉ MINIMALE DE FLUCTUATION DES PRIX DES CONTRATS À TERME SUR ACCEPTATIONS  
BANCAIRES CANADIENNES DE TROIS MOIS**

**TABLE DES MATIÈRES**

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

## I. DESCRIPTION

Bourse de Montréal Inc. (la « Bourse ») propose par les présentes de modifier l'unité minimale de fluctuation des prix (la taille de l'échelon de cotation) dans les caractéristiques des contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois (les « BAX » ou les « contrats BAX ») de manière à ce que l'unité minimale de fluctuation des prix des neuvième, dixième, onzième et douzième mois d'échéance trimestrielle des contrats BAX (les « *greens* ») soit réduite de moitié et passe de 0,01 point d'indice (un échelon complet) à 0,005 point d'indice (un demi-échelon).

Après avoir réduit avec succès la taille de l'échelon de cotation des contrats BAX des dix mois d'échéance les plus rapprochés (les mois d'échéance trimestrielle et les mois d'échéance mensuelle les plus rapprochés), la Bourse propose d'étendre l'application de l'unité minimale de fluctuation des prix d'un demi-échelon à l'ensemble de sa gamme de contrats BAX.

## II. MODIFICATION PROPOSÉE

La Bourse propose de modifier l'unité minimale de fluctuation des prix (la taille de l'échelon de cotation) des contrats BAX se trouvant à l'article 12.5 de ses Règles de manière à ce que l'unité minimale de fluctuation des prix des neuvième, dixième, onzième et douzième mois d'échéance trimestrielle des contrats BAX soit réduite de moitié et passe de 0,01 point d'indice (un échelon complet) à 0,005 point d'indice (un demi-échelon). Ainsi, l'unité minimale de fluctuation des prix de toutes les échéances inscrites (y compris les échéances mensuelles rapprochées) serait de 0,005, ce qui représente 12,50 \$ par contrat.

**Tableau 1 : Modification proposée des caractéristiques concernant l'unité minimale de fluctuation des prix des BAX**

Caractéristiques actuelles concernant l'unité minimale de fluctuation des prix	Caractéristiques <b>proposées</b> concernant l'unité minimale de fluctuation des prix
0,005 = 12,50 \$ CA par contrat pour les dix (10) mois d'échéance les plus rapprochés inscrits à la cote, y compris les échéances mensuelles rapprochées 0,01 = 25,00 \$ CA par contrat pour tout autre mois d'échéance	0,005 = 12,50 \$ CA par contrat pour tous les mois d'échéance

## III. ANALYSE

### a. Contexte

Au fil des ans, bon nombre de participants au marché (utilisateurs finaux) ont, pour différentes raisons, demandé une réduction de l'unité minimale de fluctuation des prix des contrats BAX à un demi-échelon. Ces raisons sont toujours pertinentes et elles justifient l'application de la modification aux contrats BAX *greens*.

- 1) Réduction des coûts de négociation : Le recours à un échelon complet est jugé trop onéreux dans l'environnement de marché, notamment parce que l'écart acheteur-

vendeur de produits comparables est plus faible sur les marchés hors cote<sup>1</sup>. Un échelon de cotation trop grand nuit à l'efficacité d'un contrat sur le plan des coûts de couverture. Un échelon moindre réduit les décalages (la différence entre le prix attendu d'une opération et le prix d'exécution de celle-ci), de sorte que tous les participants au marché bénéficient d'un degré de précision accru des prix. La Bourse exerce ses activités dans un environnement où la concurrence est forte (avec les marchés hors cote); ainsi, la taille de l'échelon de cotation d'un contrat à terme est un élément déterminant du succès de celui-ci. À l'heure actuelle, il est peu attrayant de négocier des contrats BAX *greens* selon un échelon complet étant donné que des produits concurrents présentent des écarts acheteur-vendeur beaucoup plus faibles. Par conséquent, la réduction de la taille de l'échelon de cotation améliorera la rentabilité et l'exécution des opérations sur les contrats pour les participants au marché.

- 2) Augmentation du nombre de participants au marché : L'application d'une unité minimale de fluctuation des prix d'un demi-échelon est susceptible d'accroître la diversité des participants au marché. On s'attend à ce que la réduction de l'unité minimale de fluctuation des prix des contrats BAX *greens* attire de nouveaux participants en les détournant des marchés hors cote. Les gestionnaires d'actifs qui exécutent des stratégies à plusieurs produits et à plusieurs monnaies sur d'autres marchés évitent habituellement les contrats BAX *greens* en raison de leurs coûts de transaction jugés élevés. Pour des raisons de coûts, bon nombre de ces gestionnaires d'actifs négocient d'autres contrats sur taux d'intérêt à court terme plutôt que ceux cotés au Canada. La réduction de la taille de l'échelon de cotation encouragera les opérateurs en couverture à intensifier leurs activités sur le marché, puisque le coût de couverture d'une position sera réduit, et elle élargira le bassin de clients avec qui les spéculateurs peuvent négocier. Tant les opérateurs en couverture que les spéculateurs sont essentiels à la vigueur du marché des BAX et il est primordial de veiller à ce que chacun de ces groupes de participants représente une bonne proportion de l'ensemble du marché. Un marché à terme sain doit être composé d'un ensemble diversifié de types de clients.
- 3) Optimisation de la courbe des BAX : Sur le plan économique, le marché canadien des taux d'intérêt à court terme connaît depuis un bon moment déjà des taux d'intérêt et une volatilité faibles. Le rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada d'octobre 2019<sup>2</sup> porte à croire qu'un assouplissement pourrait être à prévoir en 2020, mais la courbe des BAX n'a sans doute jamais été aussi plate (comme l'illustre la figure 1 ci-après), ce qui laisse présager une période prolongée de stagnation. Dans ce contexte, il est essentiel de compter sur des écarts acheteur-vendeur concurrentiels.

En outre, l'application de la même taille d'échelon de cotation à l'échelle de la courbe des BAX améliorera l'exécution des stratégies sur BAX<sup>3</sup> et facilitera le processus de règlement de fin de journée en réduisant les possibles écarts de prix irréguliers entre le règlement du dernier contrat BAX *reds* et celui du premiers contrat BAX *greens*. L'application d'une unité minimale de fluctuation des prix réduite aux contrats BAX *greens* alignera aussi leur

---

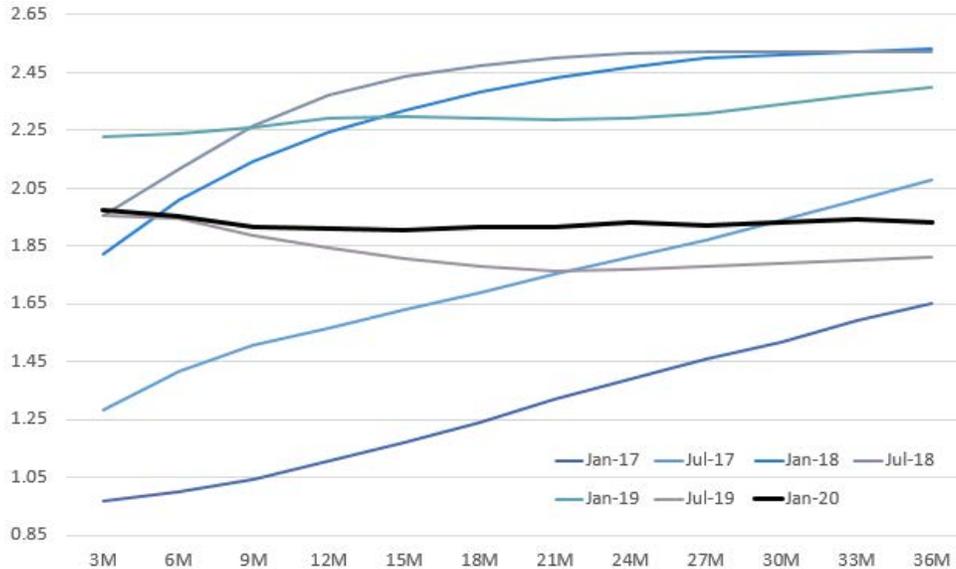
<sup>1</sup> Les unités minimales de fluctuation des prix des contrats de garantie de taux sur les marchés hors cote et sur les plateformes de négociation parallèles sont plus petites que celles des contrats BAX.

<sup>2</sup> <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2019/10/rpm-2019-10-30.pdf>

<sup>3</sup> Comme des écarts calendaires, papillons ou condors.

unité minimale de fluctuation des prix sur celle du futur contrat à terme de trois mois sur le taux CORRA<sup>4</sup>, ce qui facilitera l'exécution de stratégies intergroupes.

Figure 1 : Taux CDOR à trois mois implicite observé pour différentes durées selon le prix des BAX



Source: Bourse de Montréal et Bloomberg

La Bourse a tenu de vastes consultations auprès des participants au marché pour savoir si ceux-ci souhaitaient l'application d'une unité minimale de fluctuation des prix réduite aux contrats BAX *greens*. Les commentaires des participants tournaient autour des trois principaux avantages résumés ci-dessus.

En avril 1988, lorsque les contrats BAX ont été lancés, l'unité minimale de fluctuation des prix pour tous les mois d'échéance a été établie à 0,01 point d'indice (un échelon complet). En février 2002, la Bourse a réduit la valeur de l'unité minimale de fluctuation des prix et l'a fixée à 0,005 point d'indice (un demi-échelon) pour les trois mois d'échéance les plus rapprochés inscrits à la cote (le premier mois d'échéance trimestrielle et les deux mois d'échéance rapprochée des BAX), puisqu'un degré de précision accru était dans l'intérêt supérieur du marché.

En septembre 2014, à la demande des participants au marché, la Bourse a étendu l'application de l'unité minimale de fluctuation des prix réduite aux deuxième, troisième et quatrième mois d'échéance trimestrielle des contrats BAX (les « *whites* ») pour les raisons susmentionnées. La réduction de l'unité minimale de fluctuation des prix fut une réussite selon les résultats observés au cours des six mois qui ont suivi l'application du demi-échelon, à savoir essentiellement un resserrement constant de l'écart acheteur-vendeur et une baisse du nombre d'ordres en attente dans le registre des ordres (donc une augmentation du nombre d'ordres exécutés).

<sup>4</sup> La structure de cotation proposée à l'égard du contrat à terme de trois mois sur le taux CORRA implique un échelon de 0,0025 pour l'échéance la plus rapprochée et un échelon de 0,005 pour toutes les autres échéances.

En mars 2018, s'appuyant sur ces résultats et sur un vaste sondage mené auprès des participants au marché, la Bourse a étendu encore une fois l'application du demi-échelon, cette fois aux cinquième, sixième, septième et huitième mois d'échéance trimestrielle des contrats BAX (les « *reds* »). Encore une fois, la Bourse a obtenu des résultats satisfaisants, comme ce fut le cas lors de l'application initiale de l'unité minimale de fluctuation des prix réduite aux contrats BAX *whites*. En outre, le volume quotidien moyen des contrats BAX *reds* a augmenté de 15 % pendant la période d'évaluation et leur poids dans le volume total des contrats BAX a augmenté de 5 %.

La Bourse considère que les raisons susmentionnées qui motivaient les modifications apportées en 2014 et en 2018 sont toujours valables aujourd'hui et qu'elles justifient la réduction de l'unité minimale de fluctuation des prix des BAX *greens*. La Bourse a décidé de suivre une démarche progressive de mise en œuvre du demi-échelon de cotation à l'égard des contrats BAX pour : 1) bien évaluer les incidences sur ses marchés et ses participants, et 2) limiter les conséquences involontaires et permettre aux participants habitués de négocier selon une unité minimale de fluctuation des prix à 0,01 point d'indice d'adapter leurs habitudes de négociation en fonction de la nouvelle taille de l'échelon de cotation. Après avoir analysé les résultats des précédentes réductions de taille d'échelon de cotation, la Bourse se sent maintenant prête à compléter la mise en œuvre d'une unité minimale de fluctuation des prix à 0,005 point d'indice à l'échelle de sa gamme de contrats BAX. La Bourse est d'avis que la modification proposée contribuera à accroître le volume de contrats BAX *greens* et à resserrer l'écart acheteur-vendeur. Les plus récentes statistiques à ce sujet sont présentées dans les tableaux 2 et 3.

**Tableau 2 : Volume quotidien moyen des contrats BAX par année d'échéance**

Année	BAX <i>whites</i>	BAX <i>reds</i>	BAX <i>greens</i>
2017	80 991	33 346	1 977
2018	81 818	32 615	1 639
2019	82 480	34 725	2 065

Source : Bourse de Montréal

**Tableau 3 : Écart acheteur-vendeur moyen de chacun des contrats BAX *greens*<sup>5</sup>**

Premier BAX <i>green</i>	0,0159
Deuxième BAX <i>green</i>	0,0197
Troisième BAX <i>green</i>	0,0248
Quatrième BAX <i>green</i>	0,0302

Source : Bourse de Montréal

## **b. Objectifs**

L'objectif de la modification proposée est d'améliorer la rentabilité et l'exécution des opérations sur les contrats BAX en augmentant le degré de précision des prix. Les avantages prévus sont la

<sup>5</sup> Les statistiques portent sur le jour de négociation entier, de 2 h à 16 h 30 (HE).

réduction des coûts de négociation au profit des participants au marché, ainsi que la stimulation de la participation nationale et étrangère sur le marché des BAX. La modification proposée optimiserait aussi la courbe du marché des BAX dans le contexte actuel de taux et de volatilité faibles, en plus de faciliter la mise en œuvre de stratégies de négociation et d'harmoniser le processus d'établissement du prix de règlement quotidien.

La Bourse veut faire en sorte que la taille de l'échelon de cotation des contrats BAX *greens* demeure pertinente pour les participants au marché, c'est-à-dire qu'elle ne soit pas trop grande, pour éviter que les négociateurs jugent les variations et le risque de prix trop élevés. La Bourse est d'avis que la modification proposée serait bénéfique pour le marché canadien des dérivés dans son ensemble et que la réduction proposée de l'unité minimale de fluctuation des prix aura un effet immédiat sur les contrats BAX *greens*.

### c. Analyse comparative

La réduction de moitié de l'unité minimale de fluctuation des prix des contrats BAX *greens* 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 CME, les contrats Euribor et Short Sterling à l'ICE, et le contrat Euroyen à la Tokyo Financial Exchange (TFX).

**Tableau 4 : Unité minimale de fluctuation des prix des contrats à terme sur taux d'intérêt à court terme à trois mois**

Contrat à terme	Bourse	Unité minimale de fluctuation des prix
BAX (structure actuelle)	Bourse de Montréal	0,005 = 12,50 \$ CA par contrat pour les dix (10) mois d'échéance les plus rapprochés inscrits à la cote, y compris les échéances mensuelles rapprochées 0,01 = 25,00 \$ CA par contrat pour tout autre mois d'échéance
Eurodollar	CME	0,0025 = 6,25 \$ pour le mois d'échéance le plus rapproché 0,005 = 12,50 \$ pour tous les autres mois d'échéance (jusqu'à 10 ans)
EURIBOR à trois mois	ICE	0,005 = 12,50 EUR pour tous les mois d'échéance (jusqu'à 6 ans)
Euroyen à trois mois	TFX	0,005 = 1 250 JPY pour tous les mois d'échéance (jusqu'à 5 ans)
Short Sterling à trois mois	ICE	0,005 = 6,25 GBP pour tous les mois d'échéance (jusqu'à 6 ans)

Contrat à terme sur effets bancaires de 90 jours (90-Day Bank Bill)	SFE (ASX)	0,01 = environ 24 AUD pour tous les mois d'échéance (jusqu'à 5 ans)
---	-----------	---

Sources : caractéristiques des contrats sur les sites Web des bourses

Comme le montre le tableau 4 ci-dessus, l'unité minimale de fluctuation des prix que propose la Bourse est semblable à celle d'autres contrats sur taux d'intérêt à court terme importants et moins importants négociés à l'échelle mondiale, et plus particulièrement à celle du contrat sur eurodollars et du contrat Euribor, qui sont des contrats de référence sur le marché mondial des contrats sur taux d'intérêt à court terme.

#### d. Analyse des incidences

##### i. Incidences sur le marché

L'extension de l'application de l'unité minimale de fluctuation des prix réduite aux BAX *greens* réduira le taux de rentabilité par opération pour les fournisseurs de liquidité. Cette baisse de profit par opération sera toutefois compensée par une croissance de l'activité de négociation. En général, sur le marché des BAX, les fournisseurs de liquidité inscrivent des ordres d'achat et de vente dans le registre central des ordres à cours limité (le « RCOCL ») et attendent passivement que les participants finaux entrent sur le marché et obtiennent l'exécution automatique de leurs ordres. Les participants finaux non disposés à assumer le coût de 0,01 point d'indice pour voir leurs ordres exécutés inscrivent simplement leurs ordres au registre et attendent leur exécution ou bien ils cherchent à les faire exécuter sur des marchés concurrents. Il en résulte un grand nombre d'ordres en attente dans le RCOCL. Une unité minimale de fluctuation des prix réduite augmenterait la probabilité que les participants finaux achètent ou vendent aux cours saisis par les fournisseurs de liquidité dans le registre d'ordres. Par conséquent, bien que le taux de rentabilité par opération diminuera, le nombre d'opérations rentables augmentera.

Les commentaires des participants au marché semblent indiquer une demande de la part de fonds spéculatifs qui, à l'heure actuelle, ne négocient pas les BAX *greens* en raison des coûts élevés associés à leur unité minimale de fluctuation des prix courante. Certains fonds spéculatifs ont avancé qu'une diminution de la taille de l'échelon de cotation les amènerait à rediriger une partie du volume de leurs opérations hors cote vers le marché des BAX, voire à accroître leur volume de négociation sur les BAX. Ce volume inexploité du côté acheteur procurerait aux fournisseurs de liquidité actifs sur le marché des BAX de nouvelles possibilités de négociation et attirerait de nouveaux fournisseurs de liquidité.

##### ii. Incidences sur les systèmes technologiques

La modification proposée ne devrait avoir aucune incidence sur les systèmes technologiques de la Bourse, des participants agréés de la Bourse ni des autres participants au marché.

### **iii. Incidences sur les fonctions réglementaires**

La modification proposée ne devrait avoir aucune incidence sur les activités de la Division de la réglementation de la Bourse.

### **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**

Puisque la modification vise à répondre à la demande des participants au marché concernant la réduction de l'unité minimale de fluctuation des prix des neuvième, dixième, onzième et douzième mois d'échéance trimestrielle des contrats BAX, la Bourse estime que la modification est dans l'intérêt du public.

La Bourse est d'avis que le projet susmentionné améliorera l'efficacité des marchés, puisqu'il améliorera l'efficacité du contrat BAX par l'augmentation du degré de précision des prix, laquelle entraînera une meilleure transparence des cours et une liquidité accrue sur le marché du BAX, tout en favorisant la croissance du nombre de participants aptes à négocier sur ce marché avec efficacité.

## **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 de façon immédiate.

## **V. DOCUMENTS EN ANNEXE**

Modification proposée des règles

## MODIFICATIONS PROPOSÉES

---

*Version en suivi de modification*

### **Article 12.5 Unité minimale de fluctuation des prix**

À moins que la Bourse en décide autrement, l'unité minimale de fluctuation des prix est de :

- (a) ~~0,005, représentant 12,50\$ par contrat, pour les dix (10) Mois de Règlement immédiats inscrits à la cote;~~
- (b) ~~0,01, représentant 25\$ par contrat, pour tous les autre~~ Mois de Règlement.

*Version propre*

### **Article 12.5 Unité minimale de fluctuation des prix**

À moins que la Bourse en décide autrement, l'unité minimale de fluctuation des prix est de 0,005, représentant 12,50\$ par contrat, pour tous les Mois de Règlement.