

CIRCULAIRE 138-22
Le 10 novembre 2022

SOLLICITATION DE COMMENTAIRES

MODIFICATIONS PROPOSÉES DES RÈGLES DE LA BOURSE CONCERNANT LES SEUILS APPLICABLES AUX OPÉRATIONS EN BLOC POUR LES CONTRATS À TERME SUR ACCEPTATIONS BANCAIRES CANADIENNES DE TROIS MOIS ET LES STRATÉGIES INTERGROUPE

Le 26 octobre 2022, le comité des règles et politiques de Bourse de Montréal Inc. (la « **Bourse** ») approuvé des modifications aux règles de la Bourse concernant les seuils applicables aux opérations en bloc pour les contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois (« BAX ») et les stratégies intergroupes.

Les commentaires relatifs aux modifications proposées doivent nous être présentés au plus tard le 12 décembre 2022. Prière de soumettre ces commentaires à :

Dima Ghozaïel
Conseillère 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 (« **OAR** ») 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).



MODIFICATIONS PROPOSÉES DES RÈGLES DE LA BOURSE CONCERNANT LES SEUILS APPLICABLES AUX OPÉRATIONS EN BLOC POUR LES CONTRATS À TERME SUR ACCEPTATIONS BANCAIRES CANADIENNES DE TROIS MOIS ET LES STRATÉGIES INTERGROUPES

I.	DESCRIPTION.....	2
II.	RÉSUMÉ DES MODIFICATIONS.....	3
III.	CONTEXTE	4
IV.	MOTIFS À L'APPUI DES MODIFICATIONS ET DÉMARCHE	7
V.	ANALYSE DES INCIDENCES	10
	a. <i>Incidence sur le marché</i>	10
	b. <i>Incidence sur les systèmes technologiques</i>	11
	c. <i>Incidence sur les fonctions de réglementation</i>	11
	d. <i>Incidence sur les fonctions de compensation</i>	11
	e. <i>Incidence sur la conformité aux lois</i>	11
	f. <i>Intérêt public</i>	11
VI.	ÉCHÉANCIER.....	12

Description

La Bourse de Montréal Inc. (la « Bourse ») par la présente propose de modifier les règles de la Bourse (les « Règles ») concernant le seuil de volume minimal établi à l'article 6.206 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, ainsi que les seuils applicables aux opérations en bloc réalisées dans le cadre de stratégies intergroupes visant des contrats à terme sur taux d'intérêt à court terme pendant les heures normales de négociation (les « Modifications »).

Pour la plage horaire de 6 h à 16 h 30, elle compte établir ce seuil de volume minimal à 2 000 contrats pour les quatre premiers mois d'échéance trimestrielle du BAX (les « BAX *whites* »), et à 750 contrats pour les contrats BAX allant de la cinquième à la huitième échéance trimestrielle (les « BAX *reds* »). De plus, pour contribuer à une transition ordonnée des dérivés fondés sur le taux CDOR¹ vers les dérivés fondés sur le taux CORRA², la Bourse propose d'ajouter des indications concernant les opérations en bloc réalisées dans le cadre de stratégies de négociation de contrats à terme sur le taux CORRA³ et de contrats BAX, de manière à présenter l'exigence comme suit : chaque patte de la stratégie doit respecter le seuil le moins élevé de l'ensemble des produits sous-jacents.

La Bourse considère qu'un marché d'opérations en bloc affichant un bon fonctionnement est souhaitable au sein des marchés des contrats BAX et des contrats à terme sur le taux CORRA pour la réalisation d'une transition sans heurt. La Bourse est d'avis que ces modifications permettront de mieux répondre aux besoins des participants au marché et contribueront à l'efficacité du marché en assurant une meilleure qualité d'exécution.

À mesure que les marchés financiers continuent d'évoluer et de croître, les participants cherchent continuellement des façons de réaliser leurs opérations plus efficacement, y compris lorsqu'il s'agit d'opérations portant sur des ordres 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 parties. Une fois exécutées, les opérations sont soumises à la Bourse dans le délai prescrit aux fins de déclaration.

Résumé des modifications

La Bourse propose de modifier l'article 6.206 des Règles afin de réduire le seuil de volume minimal applicable aux opérations en bloc sur les BAX *whites* et les BAX *reds* 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 2 000 contrats pour les BAX *whites* et de 750 contrats pour les BAX *reds*, et demeurera inchangé à 500 contrats pour les BAX *greens*.

Tableau 1 : modification proposée des seuils de volume applicables aux opérations en

¹ Canadian Dollar Offered Rate

² Canadian Overnight Repo Rate Average

³ Qui englobent les produits de contrats à terme d'un mois sur le taux CORRA (« COA ») et de contrats à terme de trois mois sur le taux CORRA (« CRA »)

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)
BAX <i>whites</i> : 4 000 BAX <i>reds</i> : 1 000 contrats BAX <i>greens</i> : 500 contrats	BAX <i>whites</i> : 2 000 contrats BAX <i>reds</i> : 750 contrats BAX <i>greens</i> : 500 contrats

Pour déterminer le seuil de volume minimal adéquat à l'égard des contrats BAX *whites* et des BAX *reds*, la Bourse a analysé des données de marché, discuté avec différents 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 (voir la section « Analyse comparative ») par de grandes bourses de dérivés à l'échelle mondiale.

Pour assurer une uniformité dans l'ensemble de son offre de produits, la Bourse a également tenu compte des seuils de volume minimal qui sont applicables à d'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* et des BAX *reds*. Les résultats de cette analyse l'ont menée à proposer un seuil de volume minimal de 2 000 contrats pour les BAX *whites*, et de 750 pour les BAX *reds*. La Bourse est d'avis que ces seuils permettent d'établir un juste équilibre entre la transparence et l'équité du marché, tout en protégeant les clients contre une volatilité excessive et une perturbation des cours.

Tableau 2 : ajout proposé à l'égard des opérations en bloc réalisées dans le cadre de stratégies intergroupes

Dispositions actuelles pour les opérations en bloc réalisées dans le cadre de stratégies intergroupes	Dispositions proposées pour les opérations en bloc réalisées dans le cadre de stratégies intergroupes
(iii) Lorsque la stratégie d'Opérations en bloc comporte la négociation de Produits Dérivés constitutifs d'une stratégie intergroupe (exclusion faite des combinaisons contrats à terme/options), chaque patte de la stratégie formée de dérivés doit respecter le seuil de volume minimal qui lui est propre.	(iii) Lorsque la stratégie d'Opérations en bloc comporte la négociation de Produits Dérivés constitutifs d'une stratégie intergroupe (exclusion faite des combinaisons contrats à terme/options et des combinaisons intergroupes de contrats à terme sur taux d'intérêt à court terme), chaque patte de la stratégie formée de dérivés doit respecter le seuil de volume minimal qui lui est propre. Si une stratégie d'Opérations en bloc vise la négociation d'une combinaison d'instruments de stratégie intergroupe CRA/BAX, COA/BAX ou CRA/COA, chaque patte de la stratégie formée de dérivés doit respecter le seuil applicable aux Opérations en bloc le moins élevé de l'ensemble des produits sous-jacents.

	<i>Exemple (aux fins d'illustration) : Si un participant envisage une opération en bloc BAX/CRA entre reds, chaque patte formée de dérivés devra comporter au moins 500 contrats. Cette valeur de 500 contrats correspond au seuil minimal applicable aux opérations en bloc sur les contrats CRA, et constitue le seuil le moins élevé parmi le seuil applicable aux CRA reds (500) et le seuil applicable aux BAX reds (actuellement 1 000).</i>
--	--

Les modifications proposées sont jugées essentielles dans le contexte de la transition du taux d'intérêt de référence du Canada, qui nécessite des marchés robustes et sains pour les contrats à terme BAX et les contrats à terme sur le taux CORRA. À mesure que la liquidité commence à se développer au sein des produits de contrats à terme sur le taux CORRA, un mécanisme de transition efficace (des contrats BAX vers les contrats à terme sur le taux CORRA) a été demandé afin de permettre le transfert de grandes positions sans nuire à la dynamique de marché. Le délai prescrit maximal pour la déclaration des opérations en bloc à la Bourse demeurerait inchangé à 15 minutes, comme pour les autres produits admissibles aux opérations en bloc. La Bourse considère que les modifications proposées sont en phase avec son objectif de fournir aux participants au marché un mécanisme d'établissement des cours efficace et des possibilités de couverture.

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 grands volumes. Lorsqu'ils doivent traiter des positions importantes, 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. Si 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.

En avril 2021, la bourse a remis en place des seuils applicables aux opérations en bloc pour les BAX *whites*, dans le sillage d'un état de liquidité difficile et à la lumière de la nécessité d'améliorer l'efficacité du marché. Les seuils applicables aux opérations en bloc sur les BAX *reds* et les BAX *greens* ont quant à eux été remis en place en 2015. Il est à noter que depuis cette remise en place, on n'a dénombré qu'une poignée d'opérations en bloc sur les contrats BAX par année⁴. En ce qui concerne les seuils applicables aux opérations en bloc réalisées dans le cadre d'une stratégie, la Bourse a apporté des modifications en 2018 pour clarifier leurs modalités d'application et pour ajouter des dispositions concernant les stratégies intergroupes.

Les participants actifs sur le marché du BAX constatent qu'à la lumière de l'état de liquidité actuel,

⁴ Les opérations en bloc sur les contrats BAX ont représenté 0,04 % du volume en 2021, 0,08% du volume en 2022 (cumul annuel en date d'août).

les seuils minimaux applicables aux opérations en bloc pour les contrats BAX et les stratégies sur contrats BAX et contrats à terme sur le taux CORRA sont trop restrictifs, et qu'ils sont considérés comme trop élevés pour la réalisation de certaines opérations des clients. Étant donné la détérioration 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 grande taille, les parties 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, ce qui entraîne des pertes d'efficacité. Par conséquent, la Bourse propose d'offrir aux participants qui souhaitent exécuter des opérations de grande taille proportionnelles à l'état de liquidité la possibilité de le faire selon des seuils accommodants sans qu'ils aient à assumer les coûts attribuables aux niveaux actuels de liquidité. La réduction du seuil applicable aux opérations en bloc pour les BAX *whites* et les BAX *reds* offrirait une efficacité de marché accrue grâce à l'amélioration de la qualité d'exécution, tandis que la modification des dispositions relatives aux stratégies intergroupes constituerait un appui supplémentaire à la transition du taux d'intérêt de référence.

Les tableaux 3, 4, 5 et 6 ci-dessous montrent que l'état de liquidité du marché du BAX est plus difficile depuis que les taux d'intérêt ont commencé leur hausse. Cet environnement de marché perdure depuis des mois, et avec l'abandon du taux CDOR qui aura lieu fin juin 2024, la Bourse estime qu'il est probable que se dresseront d'autres obstacles à la liquidité du BAX, en particulier à mesure que les participants transféreront leur exposition vers les contrats à terme sur le taux CORRA. Le seuil applicable aux opérations en bloc proposé pour les BAX *whites* correspond à celui initialement proposé par la Bourse en juillet 2020, avant d'être porté à 4 000 à la suite d'une amélioration de la conjoncture de marché au cours d'une période de six mois. Au regard des mesures de liquidité inférieures à celles présentées dans l'analyse de 2020, et en l'absence d'un catalyseur qui, dans un avenir prévisible, les améliorerait de façon importante jusqu'à ce que le BAX disparaisse, la Bourse estime que les seuils proposés sont raisonnables et mieux appropriés à la conjoncture de marché actuelle.

Tableau 3 : distribution du volume quotidien moyen total des contrats BAX par type de contrat au cours des quatre dernières années

	2019	2020	2021	2022 (cumul annuel en date d'août)
<i>Whites</i>	82 k	61 k	56 k	49 k
<i>Reds</i>	35 k	29 k	47 k	19 k
<i>Greens</i>	2 k	2 k	8 k	1 k

Source : Bourse de Montréal

Tableau 4 : écart acheteur-vendeur moyen des contrats BAX d'échéance trimestrielle pendant les heures normales de négociation

Écart acheteur vendeur moyen	<i>Whites 1</i>	<i>Whites 2</i>	<i>Whites 3</i>	<i>Whites 4</i>	<i>Reds 1</i>	<i>Reds 2</i>	<i>Reds 3</i>	<i>Reds 4</i>	<i>Greens 1</i>	<i>Greens 2</i>	<i>Greens 3</i>	<i>Greens 4</i>
2021	0,005 \$	0,005 \$	0,005 \$	0,006 \$	0,006 \$	0,006 \$	0,007 \$	0,007 \$	0,011 \$	0,012 \$	0,015 \$	0,021 \$

2022 (cumul annuel en date d'août)	0,007 \$	0,007 \$	0,008 \$	0,008 \$	0,009 \$	0,012 \$	0,018 \$	0,013 \$	0,029 \$	0,072 \$	0,326 \$	0,869 \$
--	----------	----------	----------	----------	----------	----------	----------	----------	----------	----------	----------	----------

Source : Bourse de Montréal

Tableau 5 : taille moyenne des ordres au cours acheteur et au cours vendeur pour les contrats BAX au premier niveau de profondeur du registre des ordres pendant les heures normales de négociation

Profondeur moyenne (niveau 1)	Whites 1	Whites 2	Whites 3	Whites 4	Reds 1	Reds 2	Reds 3	Reds 4	Greens 1	Greens 2	Greens 3	Greens 4
2021	6 114	2 117	1 447	822	551	424	298	222	112	96	81	79
2022 (cumul annuel en date d'août)	356	122	101	79	70	63	44	47	33	27	21	17

Source : Bourse de Montréal

Tableau 6 : taille moyenne des ordres au cours acheteur et au cours vendeur pour les contrats BAX aux cinq premiers niveaux de profondeur du registre des ordres pendant les heures normales de négociation

Profondeur moyenne (niveaux 1 à 5)	Whites 1	Whites 2	Whites 3	Whites 4	Reds 1	Reds 2	Reds 3	Reds 4	Greens 1	Greens 2	Greens 3	Greens 4
2021	21 096	10 233	8 860	6 045	3 411	2 723	1 978	1 660	637	508	366	287
2022 (cumul annuel en date d'août)	1 512	656	641	504	507	444	309	324	99	77	62	46

Source : Bourse de Montréal

En ce qui concerne les exigences pour les opérations en bloc réalisées dans le cadre d'une stratégie portant sur les contrats BAX et les contrats à terme sur le taux CORRA, les participants ont fait part à la Bourse de commentaires indiquant que dans le contexte de la transition du taux de référence, des dispositions supplémentaires devraient être ajoutées pour cette stratégie intergroupe particulière. Comme plusieurs participants envisagent de convertir leur position sur contrats BAX en position sur contrats à terme sur le taux CORRA, une procédure plus souple doit être établie étant donné que ces deux produits se situent à des stades de développement différents. Ces produits affichant tous deux la même VM01⁵, ils sont souvent négociés selon un

⁵ Soit la « valeur monétaire d'un point de base », une mesure du risque souvent utilisée pour la comparaison d'instruments sur taux

nombre équivalent de contrats. Par conséquent, les stratégies intergroupes que la Bourse inscrit par défaut pour ces produits présentent souvent un ratio de contrats de un pour un. La procédure d'opérations en bloc actuelle ne permet pas aux participants de négocier cette stratégie sous forme d'opération en bloc si la patte des contrats à terme sur le taux CORRA ne respecte pas le seuil correspondant pour les contrats BAX, ce qui peut représenter un pourcentage important de l'intérêt en cours. La modification proposée vise à combler cette lacune et à améliorer l'efficacité de la négociation entre ces deux marchés.

Motifs à l'appui des modifications et démarche

OBJECTIFS : La Bourse propose de modifier les seuils applicables aux opérations en bloc sur BAX *whites* et *reds* 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 indiqués ci-après.

- Optimiser l'activité de négociation qui se déroulerait autrement hors du marché organisé.
- Alimenter l'activité sur le marché du BAX et favoriser une transition sans heurt vers la négociation de produits fondés sur le taux CORRA.
- 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.

Les modifications proposées visent 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 taille qui assèchent le marché. La Bourse vise ainsi à établir des seuils optimaux pour les opérations qui perturberaient autrement le marché. Il est prévu que le registre central des ordres à cours limité demeurera intact et que l'avantage de l'établissement des cours qu'offre le marché demeurera constant.

ANALYSE COMPARATIVE : La réduction du seuil de volume minimal applicable aux opérations en bloc sur BAX *whites* et *reds* 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 7 ci-après, les seuils de volume minimal applicables aux opérations en bloc que propose la Bourse pour les échéances trimestrielles susmentionnées sont semblables 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. Les modifications proposées sont particulièrement alignées 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

d'intérêt.

aux opérations en bloc (quatrième colonne du tableau 7) est inférieur à celui de la plupart des produits comparables, ce qui indique que le seuil représente un pourcentage supérieur du volume quotidien du produit.

Tableau 7 : seuils de volume minimal applicables aux opérations en bloc sur contrats à terme sur taux d'intérêt à court terme

Contrat à terme (bourse)	Volume quotidien moyen par année d'échéances en 2022 (cumul annuel en date d'août)	Seuil de volume minimal actuel (pendant les heures normales de négociation)	Ratio entre le volume quotidien moyen et le seuil applicable aux opérations en bloc
BAX (MX)	Whites : 49 k Reds : 19 k Greens : 1 k	Whites : 4 000 contrats Reds : 1 000 contrats Greens : 500 contrats	Whites : 24x* Reds : 25x* * Selon le seuil applicable aux opérations en bloc proposé de 2 000 contrats pour les whites et de 750 contrats pour les reds.
Eurodollar (CME)	Whites : 759 k Reds : 592 k Greens : 306 k	Whites : 4 000 contrats Reds : 4 000 contrats Greens : 4 000 contrats	Whites : 190x Reds : 148x
Sterling 3 mois (ICE) <i>* Chiffres de 2021 étant donné que la négociation de ce produit a cessé en décembre 2022</i>	Whites : 168 k Reds : 182 k Greens : 123 k	Whites : 3 000 contrats Reds : 1 500 contrats Greens : 500 contrats	Whites : 56x Reds : 121x
Acceptations bancaires de 90 jours (ASX)	Mois d'échéance courant : 20 k Du 2 ^e au 5 ^e mois : 57 k 6 ^e et 7 ^e mois : 10 k 8 ^e mois et suivants : 4 k	Mois d'échéance courant : opérations en bloc non permises Du 2 ^e au 5 ^e mois : 2 000 contrats 6 ^e mois et suivants : 500 contrats	Mois d'échéance courant : s. o. Du 2 ^e au 5 ^e mois : 29x 6 ^e et 7 ^e mois : 20x

Source : Bloomberg, sites Web des bourses

À la lumière de l'analyse comparative ci-dessus, la Bourse estime que la modification proposée est raisonnable. De plus, les dispositions proposées pour le seuil de volume minimal applicable aux opérations en bloc sur les stratégies intergroupes visant des contrats sur taux d'intérêt à court terme demeurent en phase avec les politiques comparables au sein du secteur. En particulier, les modifications proposées sont étroitement alignées sur la procédure qu'applique la CME à des produits similaires, dans un contexte où elle gère sa propre transition de taux d'intérêt de référence impliquant la conversion des contrats à terme sur eurodollars et contrats à terme sur le taux SOFR.

Tableau 8 : seuils de volume minimal applicables aux opérations en bloc réalisées dans le cadre de stratégies intergroupes sur contrats à terme sur taux d'intérêt à court terme

Bourse	Description	Exemple
Proposition de la MX	Si une stratégie d'opérations en bloc vise la négociation d'une combinaison d'instruments de stratégie intergroupe CRA/BAX, COA/BAX ou CRA/COA (exclusion faite des options sur les contrats BAX et sur les contrats à terme sur le taux CORRA), chaque patte de la stratégie formée de dérivés doit respecter le seuil applicable aux opérations en bloc le moins élevé de l'ensemble des produits sous-jacents.	Seuil résultant applicable aux opérations en bloc réalisées dans le cadre d'une stratégie BAX/CRA : au moins 500 contrats par patte
CME	Pour les contrats à terme sur taux d'intérêt à court terme, les écarts sur contrats à terme intermarchandises, y compris les écarts sur contrats à terme intermarchandises visant les contrats à terme de trois mois sur l'eurodollar et les contrats à terme de trois mois sur le taux SOFR (code : SED), peuvent être exécutés au moyen d'opérations en bloc si chaque patte respecte l'exigence de seuil la moins élevée de l'ensemble des produits sous-jacents.	Seuil résultant applicable aux opérations en bloc réalisées dans le cadre d'une stratégie sur contrats à terme ED/SOFR : au moins 1 000 contrats par patte (contrats à terme de trois mois sur le taux SOFR); au moins 500 contrats par patte (contrats à terme d'un mois sur le taux SOFR)
ICE	Les écarts sur contrats à terme intermarchandises , les écarts sur options intermarchandises et les opérations de combinaison intermarchandise peuvent être exécutés au moyen d'opérations en bloc si la somme du volume de chaque patte respecte l'exigence de seuil de volume la plus élevée de l'ensemble des produits sous-jacents.	Seuil résultant applicable aux opérations en bloc réalisées dans le cadre d'une stratégie sur contrats à terme d'un mois et de trois mois sur le taux SONIA : la somme du volume de chaque patte doit totaliser 2 500 contrats (ce nombre respectant le seuil le plus élevé parmi les produits concernés)
Eurex et ASX	Aucun renseignement n'est disponible au sujet des seuils applicables aux opérations en bloc réalisées dans le cadre de stratégies intergroupes	s. o.

Source : Sites Web des bourses

Analyse des incidences

(i) Incidence sur le marché

Comme indiqué précédemment, l'intention de la Bourse est de rendre les mécanismes d'opérations en bloc plus accessibles dans le contexte de difficultés au chapitre de la liquidité tout en permettant la réalisation d'opérations qui perturberaient autrement le marché. Les clients qui participent aux opérations en bloc sont généralement de grandes institutions du côté acheteur qui doivent négocier de gros volumes. Lorsqu'ils doivent traiter des positions importantes, 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. Dans les cas où 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 disent souhaiter effectuer des opérations en bloc, en particulier sur les BAX *whites*, mais jugent les seuils trop élevés. La réduction des seuils de volume minimal applicables aux opérations en bloc contribuerait à la négociation des contrats BAX et favoriserait la réalisation des opérations de grande taille à la bourse plutôt que sur le marché hors cote opaque. La Bourse est d'avis que ces modifications ainsi que la clarification des dispositions régissant les stratégies intergroupes contribueront non seulement à mieux alimenter la liquidité du marché des contrats BAX, mais aussi à réaliser une transition sans heurt vers le taux CORRA, ce qui constitue un objectif important pour la Bourse de Montréal, et aussi pour la Banque du Canada (par l'intermédiaire du Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien).

Les opérations en bloc étant exécutées en marge des meilleurs cours acheteur et vendeur du registre central des ordres à cours limité, 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 organise 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 qu'il n'y ait pas d'incidence défavorable sur :

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

(ii) Incidence sur les systèmes technologiques

Les modifications proposées n'ont 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 des modifications proposées.

(iii) Incidences sur les fonctions de réglementation

Il n'y a aucune incidence sur les fonctions de réglementation de la Bourse.

(iv) Incidences sur les fonctions de compensation

Les modifications proposées n'ont aucune incidence sur les fonctions de compensation, les règles

et le manuel des opérations ou les membres compensateurs de la CDCC, de même que sur les autres participants sectoriels qui font affaire avec elle.

(v) *Incidence sur la conformité aux lois*

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 sont assujettis à la surveillance de la Division de la réglementation de la Bourse. Il convient de rappeler que les participants 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.

(vi) *Intérêt public*

La Bourse estime que les modifications proposées ne vont pas à l'encontre de 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.

Les modifications proposées par la Bourse devraient susciter un volume de négociation supplémentaire en procurant aux participants au marché une meilleure accessibilité, une certitude à l'égard du prix, l'exécution immédiate des ordres de grande taille et les avantages de la compensation par contrepartie centrale. Ainsi, l'optimisation des seuils applicables aux opérations en bloc sur BAX *whites* et *reds* devrait 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 modifications a été lancé en réponse à la demande de participants au marché qui souhaiteraient accéder aux mécanismes d'opérations en bloc du marché du BAX, mais jugent les seuils trop élevés, et qui aimeraient réaliser un plus grand nombre de stratégie sur CRA/BAX. La Bourse estime que ces modifications sont dans l'intérêt du public, puisqu'elles permettront 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.

Échéancier

Après réception de l'approbation réglementaire, nous avons l'intention de mettre en œuvre les modifications au plus tôt au quatrième trimestre de 2022, à condition que les membres aient effectué les changements nécessaires.

ANNEXE A

VERSION MARQUÉE DES MODIFICATIONS

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 20 h [t-1] jusqu'à 5 h 59 min 59s)	Bloc - seuil de volume minimal (de 20 h [t-1] jusqu'à 5 h 59 min 59s)
	(Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)		(Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)	
Contrats à terme d'un mois sur le taux CORRA (COA)	15 minutes	500 contrats	1 heure	100 contrats
Contrats à terme de trois mois sur le taux CORRA (CRA)	15 minutes	500 contrats	1 heure	100 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	15 minutes	1 500 contrats	1 heure	100 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 20 h [t-1] jusqu'à 5 h 59 min 59s)	Bloc - seuil de volume minimal (de 20 h [t-1] jusqu'à 5 h 59 min 59s)
	(Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)		(Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)	
gouvernement du Canada de deux ans (CGZ)				
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 30 ans (LGB)	15 minutes	250 contrats	1 heure	100 contrats
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de cinq ans (CGF)	15 minutes	1 000 contrats	1 heure	100 contrats
Options sur Contrat à Terme sur Obligations du gouvernement du Canada (OGZ, OGF, OGB)	15 minutes	2 000 contrats	1 heure	500 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 canadiennes de trois mois du 1er au 4e mois d'échéance trimestrielle (BAX Whites)	15 minutes	2,000 contrats 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 20 h [t-1] jusqu'à 5 h 59 min 59s)	Bloc - seuil de volume minimal (de 20 h [t-1] jusqu'à 5 h 59 min 59s)
	(Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)		(Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)	
Contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois du 5e au 8e mois d'échéance trimestrielle (BAX reds)	15 minutes	750 contrats 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	15 minutes	Somme des pattes de la stratégie : 2 000 contrats au	1 heure	Somme des pattes de la stratégie : 500

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 20 h [t-1] jusqu'à 5 h 59 min 59s)	Bloc - seuil de volume minimal (de 20 h [t-1] jusqu'à 5 h 59 min 59s)
	(Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)		(Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)	
gouvernement du Canada (CGZ, CGF, CGB) / Options sur Contrats à Terme sur Obligations du gouvernement du Canada (OGZ, OGF, OGB)		total, le volume des pattes composées d'options devant représenter au moins 50 % de la somme totale des pattes de la stratégie		contrats au total, le volume des pattes composées d'options devant représenter au moins 50 % de la somme totale des pattes de la stratégie

- (iii) Pour les stratégies et les combinaisons, les transactions en bloc sont autorisées pour les quantités qui atteignent ou dépassent les seuils de volume, comme suit:

Stratégie de produits dérivés Intragroupe	Chaque patte de la stratégie formée de dérivés doit respecter le plus petit des seuils de volume minimal des produits sous-jacents
Stratégie de produits dérivés Intergroupe (excluant contrats à terme/options et stratégies dérivés inter-groupe de CRA/BAX, COA/BAX and CRA/COA)	Chaque patte de la stratégie formée de dérivés doit respecter le seuil de volume minimal qui lui est propre.
Stratégie de produits dérivés Intergroupe CRA/BAX, COA/BAX and CRA/COA	Chaque patte de la stratégie formée de dérivés doit respecter le plus petit des seuils de volume minimal des produits sous-jacents
Stratégie de combinaison contrats à terme/options	Le seuil de volume minimale est tel que définie dans le sous paragraphe 6.206(a)(ii)

[...]

ANNEXE B

VERSION AU PROPRE DES MODIFICATIONS

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 20 h [t-1] jusqu'à 5 h 59 min 59s)	Bloc - seuil de volume minimal (de 20 h [t-1] jusqu'à 5 h 59 min 59s)
	(Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)		(Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)	
Contrats à terme d'un mois sur le taux CORRA (COA)	15 minutes	500 contrats	1 heure	100 contrats
Contrats à terme de trois mois sur le taux CORRA (CRA)	15 minutes	500 contrats	1 heure	100 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	15 minutes	1 500 contrats	1 heure	100 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 20 h [t-1] jusqu'à 5 h 59 min 59s)	Bloc - seuil de volume minimal (de 20 h [t-1] jusqu'à 5 h 59 min 59s)
	(Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)		(Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)	
Canada de deux ans (CGZ)				
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 30 ans (LGB)	15 minutes	250 contrats	1 heure	100 contrats
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de cinq ans (CGF)	15 minutes	1 000 contrats	1 heure	100 contrats
Options sur Contrat à Terme sur Obligations du gouvernement du Canada (OGZ, OGF, OGB)	15 minutes	2 000 contrats	1 heure	500 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 canadiennes de trois mois du 1er au 4e mois d'échéance trimestrielle (BAX Whites)	15 minutes	2 000 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 20 h [t-1] jusqu'à 5 h 59 min 59s)	Bloc - seuil de volume minimal (de 20 h [t-1] jusqu'à 5 h 59 min 59s)
	(Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)		(Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)	
Contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois du 5e au 8e mois d'échéance trimestrielle (BAX reds)	15 minutes	750 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	15 minutes	Somme des pattes de la stratégie : 2 000 contrats au	1 heure	Somme des pattes de la stratégie : 500

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 20 h [t-1] jusqu'à 5 h 59 min 59s)	Bloc - seuil de volume minimal (de 20 h [t-1] jusqu'à 5 h 59 min 59s)
	(Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)		(Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)	
gouvernement du Canada (CGZ, CGF, CGB) / Options sur Contrats à Terme sur Obligations du gouvernement du Canada (OGZ, OGF, OGB)		total, le volume des pattes composées d'options devant représenter au moins 50 % de la somme totale des pattes de la stratégie		contrats au total, le volume des pattes composées d'options devant représenter au moins 50 % de la somme totale des pattes de la stratégie

- (iii) Pour les stratégies et les combinaisons, les transactions en bloc sont autorisées pour les quantités qui atteignent ou dépassent les seuils de volume, comme suit :

Stratégie de produits dérivés Intragroupe	Chaque patte de la stratégie formée de dérivés doit respecter le plus petit des seuils de volume minimal des produits sous-jacents
Stratégie de produits dérivés Intergroupe (excluant contrats à terme/options et stratégies dérivés inter-groupe de CRA/BAX, COA/BAX and CRA/COA)	Chaque patte de la stratégie formée de dérivés doit respecter le seuil de volume minimal qui lui est propre.
Stratégie de produits dérivés Intergroupe CRA/BAX, COA/BAX and CRA/COA	Chaque patte de la stratégie formée de dérivés doit respecter le plus petit des seuils de volume minimal des produits sous-jacents
Stratégie de combinaison contrats à terme/options	Le seuil de volume minimale est tel que définie dans le sous paragraphe 6.206(a)(ii)