Réglementation des bourses, des chambres de compensation, des OAR et d'autres entités réglementées

7.3. RÉGLEMENTATION DES BOURSES, DES CHAMBRES DE COMPENSATION, DES OAR ET D'AUTRES ENTITÉS RÉGLEMENTÉES

7.3.1 Consultation

Bourse de Montréal Inc. (la « Bourse ») - Modification de l'article 6.206 des règles - Seuils de volume minimal applicables aux opérations en bloc sur les contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada

L'Autorité des marchés financiers publie le projet, déposé par la Bourse, de modification à l'article 6.206 des règles. Les modifications visent à mettre à jour les seuils de volume minimal applicables aux opérations en bloc sur le CGZ et sur le CGF.

(Les textes sont reproduits ci-après.)

Commentaires

Les personnes intéressées à soumettre des commentaires peuvent en transmettre une copie, au plus tard le 23 avril 2021, à :

Me 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) 864-6381

Courrier électronique : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Information complémentaire

Pour de plus amples renseignements, on peut s'adresser à :

Roland Geiling

Analyste en produits dérivés

Direction de l'encadrement des activités de négociation

Autorité des marchés financiers

Téléphone : 514 395-0337, poste 4323

Numéro sans frais: 1 877 525-0337, poste 4323

Télécopieur : 514 873-7455

Courrier électronique : roland.geiling@lautorite.qc.ca

Pascal Bancheri

Analyste expert aux OAR

Direction de l'encadrement des activités de négociation

Autorité des marchés financiers Téléphone: 514 395-0337, poste 4354

Numéro sans frais: 1 877 525-0337, poste 4354

Télécopieur: 514 873-7455

Courrier électronique : pascal.bancheri@lautorite.qc.ca

Bourse de Montréal Inc. (la « Bourse ») - Modification des règles concernant les arrêts de la négociation sur contrats à terme sur indices

L'Autorité des marchés financiers publie le projet, déposé par la Bourse, de modification concernant les arrêts de la négociation pour certains contrats à terme sur indices. La Bourse propose également de modifier les fourchettes de négociation (de nuit) applicables à ses contrats à terme sur indices boursiers.

(Les textes sont reproduits ci-après.)

Commentaires

Les personnes intéressées à soumettre des commentaires peuvent en transmettre une copie, au plus tard le 23 avril 2021, à :

Me 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) 864-6381

Courrier électronique : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Information complémentaire

Pour de plus amples renseignements, on peut s'adresser à :

Pascal Bancheri Analyste expert aux OAR

Direction de l'encadrement des activités de négociation

Autorité des marchés financiers

Téléphone: 514 395-0337, poste 4354

Numéro sans frais: 1 877 525-0337, poste 4354

Télécopieur: 514 873-7455

Courrier électronique : pascal.bancheri@lautorite.qc.ca

Roland Geiling

Analyste en produits dérivés

Direction de l'encadrement des activités de négociation

Autorité des marchés financiers Téléphone: 514 395-0337, poste 4323

Numéro sans frais: 1 877 525-0337, poste 4323

Télécopieur: 514 873-7455

Courrier électronique : roland.geiling@lautorite.qc.ca

Serge Boisvert

Analyste à la réglementation

Direction de l'encadrement des activités de négociation

Autorité des marchés financiers Téléphone: 514 395-0337, poste 4358

Numéro sans frais: 1 877 525-0337, poste 4358

Télécopieur : 514 873-7455

Courrier électronique : serge.boisvert@lautorite.qc.ca



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 :

> Me 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.gc.ca

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

Annexes

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

Processus d'établissement de règles

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

Tour Deloitte

1800-1190 avenue des Canadiens-de-Montréal, C.P. 37, Montréal (Québec) H3B 0G7 Téléphone: 514 871-2424 Sans frais au Canada et aux États-Unis: 1 800 361-5353

Site Web: www.m-x.ca



MODIFICATION DE L'ARTICLE 6.206 DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC. EN CE QUI CONCERNE 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
٧.	DOCUMENTS EN ANNEXE	8

ı. **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.

MODIFICATIONS PROPOSÉES II.

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.

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

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 maximalisant 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)	(seuil de vol. grande taille). (5 000 [HNN], 2 500 [HNE],		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

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.

PROCESSUS IV.

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.

٧. **DOCUMENTS EN ANNEXE**

Modifications proposées aux Règles de la Bourse.

Version en suivi de modifications

Article 6.206 Opérations en bloc

- (a) <u>Dispositions générales</u>. Les Participants Agréés peuvent négocier et exécuter une Opération hors du Système de Négociation Électronique conformément aux conditions suivantes :
 - Une Opération en bloc ne peut être arrangée et exécutée que durant les heures de (i) 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		(Dès que possible, à l'intérieur du délai	
	suivant)		suivant)	
[]				
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de deux ans (CGZ)	15 minutes	<u>250-1500</u> contrats	1 heure	100 contrats
[]				
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de cinq ans (CGF)	15 minutes	500 - <u>1000</u> contrats	1 heure	100 contrats
[]				

Version propre

Article 6.206 Opérations en bloc

- (a) <u>Dispositions générales</u>. Les Participants Agréés peuvent négocier et exécuter une Opération hors du Système de Négociation Électronique conformément aux conditions suivantes :
 - Une Opération en bloc ne peut être arrangée et exécutée que durant les heures de (i) 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) (Dès que possible, à l'intérieur du délai	Bloc - seuil de volume minimal (de 6 h jusqu'à la fin du Jour de négociation)	jusqu'à 5 h 59 m 59s) (Dès que possible, à l'intérieur du délai	Bloc - seuil de volume minimal (de 2 h jusqu'à 5 h 59 m 59s)
	suivant)		suivant)	
[]	T			
Contrats à terme sur	15 minutes	1500 contrats	1 heure	100 contrats
obligations du				
gouvernement du				
Canada de deux ans				
(CGZ)				
[]				
Contrats à terme sur	15 minutes	1000 contrats	1 heure	100 contrats
obligations du				
gouvernement du				
Canada de cinq ans				
(CGF)				
[]		·	·	



CIRCULAIRE 053-21 Le 22 mars 2021

SOLLICITATION DE COMMENTAIRES

MODIFICATION DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC. CONCERNANT LES ARRÊTS DE LA NÉGOCIATION **SUR CONTRATS À TERME SUR INDICES**

Le 16 mars 2021, le comité des règles et politiques de Bourse de Montréal Inc. (la « Bourse ») a approuvé des modifications aux règles de la Bourse concernant les arrêts de la négociation pour certains contrats à terme sur indices. La Bourse propose également de modifier les fourchettes de négociation (de nuit) applicables à ses contrats à terme sur indices boursiers.

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.gc.ca

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

Annexes

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

Processus d'établissement de règles

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

Tour Deloitte

1800-1190 avenue des Canadiens-de-Montréal, C.P. 37, Montréal (Québec) H3B 0G7 Téléphone: 514 871-2424 Sans frais au Canada et aux États-Unis: 1 800 361-5353

Site Web: www.m-x.ca



MODIFICATION DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC. CONCERNANT LES ARRÊTS DE LA **NÉGOCIATION SUR CONTRATS À TERME SUR INDICES**

TABLE DES MATIÈRES

2 2
2
2
3
4
5
5
6
6
6
6
6
6

ı. **DESCRIPTION**

La Bourse de Montréal (la « Bourse ») propose d'apporter des modifications à ses Règles concernant les arrêts de la négociation de certains contrats à terme sur indices et propose de modifier les fourchettes de négociation applicables à certains de ces produits afin de les aligner avec les modifications mises en œuvre le 12 octobre 2020 par la Chicago Mercantile Exchange (« CME ») relativement aux fourchettes de négociation de nuit pour ses contrats à terme sur indices boursiers. Au Canada, c'est l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (« OCRCVM ») qui gère les coupe-circuits à l'échelle du marché. Toutefois, ces mécanismes d'arrêt de la négociation vont se déclencher à la suite de variations du cours de l'indice S&P 500. Pour cette raison, il est nécessaire pour la Bourse de modifier ses Règles afin de les aligner sur les changements mis en œuvre par la CME en 2020.

MODIFICATIONS PROPOSÉES II.

Les modifications proposées sont jointes au présent document.

Les articles 12.506 et 12.606 sont modifiés afin que la reprise de la négociation du contrat à terme sur indice S&P/TSX60 (« SXF ») et du contrat à terme mini sur indice S&P/TSX60 (« SXM ») ait lieu cinq minutes avant la reprise de la négociation de leur valeur sous-jacente, l'indice S&P/TSX60.

L'article 6.210 est modifié afin de préciser qu'aucun ajustement de prix ne sera effectué aux transactions ayant lieu lorsque la négociation sur la valeur sous-jacente d'un contrat à terme sur indice est arrêtée.

Remarque: Sur la page de caractéristiques des contrats à terme sur indices boursiers, la fourchette de négociation devra être relevée de 5 % à 7 %. Cette fourchette de négociation ne se trouve pas dans les règles de la Bourse, mais ces modifications sont faites en lien avec les changements mis en œuvre par la CME en 2020.

III. **ANALYSE**

a. Contexte

Les coupe-circuits à l'échelle du marché ont été créés à la demande de la Securities and Exchange Commission des États-Unis pour éviter des krachs comme celui du 19 octobre 1987, au cours duquel l'indice Dow Jones avait plongé de 22,6 %. Conformément aux lignes directrices actuelles, la négociation des actions américaines est mise sur pause pendant 15 minutes à l'échelle du marché dès que l'indice S&P 500 recule de plus de 7 % avant 15 h 25, heure de New York. Un autre coupe-circuit est déclenché lorsque l'indice perd 13 % de sa valeur avant 15 h 25. Enfin, la négociation est interrompue pour le reste de la séance lorsque l'indice perd 20 % de sa valeur.

Coordonnées à l'échelle du marché, ces procédures d'arrêt de la négociation sont conçues pour se déclencher uniquement lorsque les marchés subissent des pertes soudaines et importantes. Elles font office d'arrêts planifiés et ordonnés, en remplacement des arrêts ponctuels et déstabilisants provoqués par un épuisement de la liquidité du marché. Les coupe-circuits servent aussi à protéger les investisseurs et les marchés, en permettant à ces derniers et à leurs

participants d'analyser les conditions et les facteurs de tension systémique qui surgissent lors d'une baisse historique.

La CME a modifié ses règles régissant la reprise de la négociation en cas d'arrêt réglementaire. Entrés en vigueur le 12 octobre 2020, les changements s'appliquent à certains contrats à terme sur actions (S&P 500, E-minis, Dividend Index, Nasdaq 100).

Au cours de la séance de négociation normale (de 9 h 30 à 15 h 25, heure de l'Est), la fourchette de négociation de 7 % s'appliquera jusqu'à ce que la bourse principale décrète un arrêt de la négociation (Règle 35100.C1) à la suite d'une baisse de niveau 1 (7 %) de l'indice S&P 500; la négociation des contrats à terme s'arrêtera au même moment. Elle reprendra 10 minutes après le début de l'arrêt réglementaire à la bourse principale, sous réserve de la fourchette de négociation de 13 % correspondante. Si la bourse principale décrète un arrêt de la négociation à la suite d'une baisse de niveau 2 (13 %) de l'indice S&P 500, la négociation des contrats à terme s'arrêtera au même moment. Elle reprendra 10 minutes après le début de l'arrêt réglementaire à la bourse principale. Une baisse de 20 % de l'indice S&P 500 (c'est-à-dire un coupe-circuit de niveau 3) se traduira par l'arrêt de la négociation pour le reste de la séance, à la fois sur les marchés au comptant et sur les marchés d'options et de contrats à terme sur indices boursiers des États-Unis. Entre 15 h 25 et 16 h, heure de l'Est, la négociation des contrats à terme d'un mois de livraison donné n'est soumise qu'à la fourchette de négociation de 20 % correspondante.

Dans le cas des contrats à terme sur indices boursiers de la CME qui ne sont pas visés par les changements ci-dessus, la négociation reprendra 15 minutes après le début de l'arrêt, c'est-à-dire à la reprise des opérations de la bourse principale.

À la même date, la CME a modifié ses règles afin d'établir fourchettes de négociation strictes de 7 % (contre 5 % auparavant) pour ses contrats à terme sur actions pendant la séance de négociation de nuit.

Ainsi, entre 18 h et 9 h 30, heure de l'Est, la négociation est soumise à une fourchette de négociation stricte de 7 %. Le point médian de la limite de 7 % est fondé sur le cours des contrats à terme établi à 16 h. Quant à l'étendue de la limite de 7 %, elle est fondée sur 7 % de la valeur de l'indice sous-jacent à 16 h. Si les marchés avancent ou reculent de 7 % pendant la séance de nuit, ils restent ouverts, mais les cours doivent rester à l'intérieur de ces limites.

b. Objectifs

Depuis 2013, les règles canadiennes sur les coupe-circuits (c'est-à-dire les arrêts de négociation de l'OCRCVM²) sont alignées sur celles des États-Unis. Dans cette optique, et puisque la CME vient de modifier ses règles sur les arrêts de négociation et sa fourchettes de négociation de nuit pour plusieurs de ses contrats à terme sur indices (S&P500, e-Minis), la Bourse doit modifier ses pratiques pour ses contrats à terme sur actions en conséquence :

https://docs.iiroc.ca/DisplayDocument.aspx?DocumentID=3A1B28BFE586479BB2EABFCAC791944B&Language=fr

 $^{^{1} \} https://www.cmegroup.com/content/dam/cmegroup/rulebook/CME/IV/350/351/351.pdf$

- Augmenter la fourchette de négociation applicable à la séance de négociation de nuit, qui passerait de 5 % à 7 % pour tous les contrats à terme sur indices boursiers. Cette modification n'entraîne pas de changement aux Règles de la Bourse.
- Pendant la séance de négociation normale, autoriser la reprise de la négociation des contrats à terme sur indices boursiers 5 minutes avant celle des valeurs sous-jacentes de l'indice (c'est-à-dire après 10 minutes plutôt que 15) pour les produits suivants :
 - Contrat à terme sur l'indice S&P/TSX 60 (SXF)
 - b. Contrat à terme mini sur l'indice S&P/TSX 60 (SXM)

Horaire de négociation

Séance initiale ou de nuit* : de 2 h à 9 h 15, heure de l'Est

Séance normale : de 9 h 30 à 16 h 30, heure de l'Est

*Avec l'entrée en vigueur de l'horaire de négociation pour l'Asie, la séance de nuit commencera à 20 h (t-1), heure de l'Est³.

c. Analyse comparative

Le paragraphe 9.1 des RUIM⁴ autorise l'OCRCVM à imposer une interruption ou une suspension de la négociation à des fins réglementaires. Comme il a été mentionné plus tôt, le paragraphe a été modifié le 8 avril 2013 aux fins d'harmonisation entre les règles canadiennes sur les interruptions réglementaires générales de la négociation des titres et l'application de coupecircuits à l'échelle du marché américain.

Le paragraphe stipule que pendant un jour de bourse ou une partie de jour de bourse où les marchés aux États-Unis sont censés être fermés, une interruption réglementaire générale est déclenchée lorsque l'indice S&P 500 ou l'indice composé S&P/TSX connaît, par rapport à sa valeur de clôture du jour de bourse précédent, une baisse de :

Niveau 1 – 7 %

Niveau 2 - 13 %

Niveau 3 - 20 %

Les coupe-circuits de la Bourse sont présentement harmonisés aux coupe-circuits en place sur le marché au comptant. Par conséquent, lorsque ses pairs aux États-Unis modifient leurs politiques relatives aux fourchettes de négociation et aux arrêts de négociation, la Bourse a intérêt à emboîter le pas en ce qui concerne le marché de contrats à terme sur indices. Remarque : Pendant les heures normales de négociation, la fourchette de négociation s'applique aux baisses de prix, alors que la nouvelle fourchette de négociation stricte de 7 % (contre 5 % actuellement) s'appliquerait à la fois aux hausses et aux baisses pendant les heures de négociation de nuit.

4

³ https://m-x.ca/f_circulaires_fr/024-21_fr.pdf

⁴ https://www.ocrcvm.ca/industry/rulebook/Documents/UMIR0901_fr.pdf

Les coupe-circuits sont monnaie courante dans les marchés asiatiques. En Chine, toute fluctuation de 5 % de l'indice CSI 300 déclenche un arrêt de la négociation de 15 minutes. En cas de fluctuation de 7 %, la séance est interrompue pour le reste de la journée. Pour sa part, la Corée du Sud interrompt les négociations pendant 20 minutes lorsque ses indices KOSPI ou KOSDAQ perdent 10 %. Quant à l'Inde, elle s'est dotée d'un système à trois paliers (10 %, 15 % et 20 %) en fonction du cours de clôture du jour précédent.

Fait intéressant, le Japon n'a pas prévu de coupe-circuit pour la négociation ordinaire d'actions. En revanche, la négociation des contrats à terme et des options est interrompue lorsque les prix sortent de la fourchette des limites.

En Europe, on ne retrouve pas de coupe-circuit à l'échelle du marché, comme c'est le cas aux États-Unis ou en Asie, mais bien des coupe-circuits liés aux actions individuelles afin d'éviter les baisses importantes. Par exemple, à la Bourse de Londres (LSE), les composantes individuelles de l'indice de référence FTSE 100 sont protégées par des coupe-circuits qui se déclenchent lorsque le prix de ces actions augmente ou diminue de 8 % par rapport au cours d'ouverture.

Pour sa part, Euronext décrète un arrêt de la négociation de trois minutes pour toute action dont le cours augmente ou diminue trop rapidement par rapport à certains critères.

d. Analyse des incidences

i. Incidences sur le marché

Occasions:

- 1) Renforcer l'établissement des cours des contrats à terme avant la réouverture du marché au comptant. C'est en réponse aux demandes des mainteneurs de marché américains⁵ que la CME a modifié ses règlements sur les arrêts de la négociation.
- 2) Améliorer la transition entre la fourchette de négociation de la séance de nuit et celle de la séance régulière.

Avantages:

- 1) Maintenir l'uniformité entre les bourses de dérivés nord-américaines en matière de mécanismes d'arrêt de la négociation et de fourchettes de négociation pour les contrats à terme sur indices boursiers.
- 2) S'adapter aux commentaires des clients rapidement et attentivement pour éviter des perturbations et des problèmes d'interprétation des procédures. Les participants au marché ont joué un rôle important en incitant la Bourse à intégrer les modifications aux règles de la CME de façon rapide et décisive.

⁵ https://www.optiver.com/insights/news-articles/market-wide-circuit-breakers/

ii. Incidences sur les systèmes technologiques

Les incidences des changements devraient être minimales, car il existe déjà des procédures pour gérer les fourchettes de négociation et les arrêts de la négociation. L'élargissement de la fourchette de négociation de nuit exigera une mise à jour des procédures et des processus.

Les modifications entraîneront également des changements de configuration, nécessaires pour tenir compte de l'augmentation de la fourchette de négociation de nuit en pourcentage.

iii. Incidences sur les fonctions de réglementation

Les modifications proposées ne devraient avoir aucune incidence sur les activités de la Division de la réglementation de la Bourse.

iv. Incidences sur les fonctions de compensation

Les modifications proposées ne devraient avoir aucune incidence sur les activités de la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CDCC).

v. Intérêt public

La Bourse est d'avis que les modifications proposées ne vont pas à l'encontre de l'intérêt public. Les participants au marché seront à même d'apprécier l'uniformité des coupe-circuits sur les marchés nord-américains. Ces mécanismes sont conçus pour protéger les investisseurs contre les fluctuations trop fortes ou trop rapides sur une période donnée.

IV. **PROCESSUS**

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**

Libellé des modifications proposées des Règles.

Version en suivi de modifications

Article 6.210 Annulation d'Opérations et ajustement de prix

(h) Fourchette de non-révision. La Bourse établit les limites de la fourchette de non-révision en déterminant quel était le prix repère de l'Instrument Dérivé avant l'exécution de l'Opération faisant l'objet de la révision. Pour ce faire, il tient compte de toute l'information pertinente, y compris le dernier prix négocié, un meilleur cours acheteur ou cours vendeur, un prix plus récent pour un Instrument Dérivé connexe (par exemple un mois d'échéance différent) et les prix d'Instruments Dérivés semblables qui se négocient sur d'autres marchés. Une fois le prix repère établit, la Bourse applique les incréments suivants afin de déterminer les limites de la fourchette de non-révision.

INSTRUMENT DÉRIVÉ	INCRÉMENT
[]	
Contrat à Terme sur Indices S&P/TSX et S&P/MX, et	1 % du prix repère de ces Contrats à Terme
sur l'Indice FTSE Marchés émergents	5 % des incréments pour le mois donné
- Ordres réguliers sur stratégies et Opération sur la base du cours de clôture	
	En ce qui concerne ces Contrats à Terme, aucun rajustement ne sera apporté si le cours se situe à l'intérieur d'un point entier de l'indice de la valeur de marché acceptable ou si l'indice sous-jacent du contrat est sujet à un arrêt de négociation
[]	,

Article 12.506 Arrêt de la négociation

- (a) Un arrêt de négociation sera coordonné avec le déclenchement du mécanisme d'arrêt de négociation de la Valeur Sous-Jacente (coupe-circuit).
- (b) Advenant qu'une reprise de la négociation dans le marché des actions reprenne soit planifiée après un arrêt de négociation de 15 minutes, la négociation sur les Contrats à Terme standard sur l'Indice S&P/TSX 60 recommencera après un arrêt de négociation de 10 minutesseulement après qu'un pourcentage, tel que déterminé par la Bourse, des Valeurs Sous-Jacentes de l'Indice S&P/TSX 60 soit négocié à nouveau.

Article 12.606 Arrêt de la négociation

- (a) Un arrêt de négociation sera coordonné avec le déclenchement du mécanisme d'arrêt de négociation de la Valeur Sous-Jacente (coupe-circuit).
- (b) Advenant qu'une reprisee de la négociation dans le marché des actions reprenne-soit planifiée après un arrêt de négociation de 15 minutes, la négociation sur les Contrats à Terme mini sur l'Indice S&P/TSX 60 recommencera après un arrêt de négociation de 10 minutes seulement après qu'un pourcentage, tel que déterminé par la Bourse, des Valeurs Sous-Jacentes de l'Indice S&P/TSX 60 soit négocié à nouveau.

Version propre

Article 6.210 Annulation d'Opérations et ajustement de prix

(h) Fourchette de non-révision. La Bourse établit les limites de la fourchette de non-révision en déterminant quel était le prix repère de l'Instrument Dérivé avant l'exécution de l'Opération faisant l'objet de la révision. Pour ce faire, il tient compte de toute l'information pertinente, y compris le dernier prix négocié, un meilleur cours acheteur ou cours vendeur, un prix plus récent pour un Instrument Dérivé connexe (par exemple un mois d'échéance différent) et les prix d'Instruments Dérivés semblables qui se négocient sur d'autres marchés. Une fois le prix repère établit, la Bourse applique les incréments suivants afin de déterminer les limites de la fourchette de non-révision.

INSTRUMENT DÉRIVÉ	INCRÉMENT
[]	
Contrat à Terme sur Indices S&P/TSX et S&P/MX, et	1 % du prix repère de ces Contrats à Terme
sur l'Indice FTSE Marchés émergents	5 % des incréments pour le mois donné
- Ordres réguliers sur stratégies et Opération sur la	
base du cours de clôture	
	En ce qui concerne ces Contrats à Terme,
	aucun rajustement ne sera apporté si le cours
	se situe à l'intérieur d'un point entier de
	l'indice de la valeur de marché acceptable ou
	si l'indice sous-jacent du contrat est sujet à un arrêt de négociation
[]	

[...]

Article 12.506 Arrêt de la négociation

- (a) Un arrêt de négociation sera coordonné avec le déclenchement du mécanisme d'arrêt de négociation de la Valeur Sous-Jacente (coupe-circuit).
- (b) Advenant qu'une reprise de la négociation dans le marché des actions soit planifiée après un arrêt de négociation de 15 minutes, la négociation sur les Contrats à Terme standard sur l'Indice S&P/TSX 60 recommencera après un arrêt de négociation de 10 minutes.

Article 12.606 Arrêt de la négociation

- (a) Un arrêt de négociation sera coordonné avec le déclenchement du mécanisme d'arrêt de négociation de la Valeur Sous-Jacente (coupe-circuit).
- (b) Advenant qu'une reprise de la négociation dans le marché des actions soit planifiée après un arrêt de négociation de 15 minutes, la négociation sur les Contrats à Terme mini sur l'Indice S&P/TSX 60 recommencera après un arrêt de négociation de 10 minutes.