

7.3

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

Corporation canadienne de compensation des produits dérivés (la « CDCC ») – Modification de la règle C-18 de la CDCC en ce qui concerne les normes de livraison du contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 30 ans (« LGB »)

L'Autorité des marchés financiers publie le projet, déposé par la CDCC, de modifications de la règle C-18 concernant les normes de livraison du contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de trente ans (« LGB »). Ces modifications sont concomitantes avec la proposition de Bourse de Montréal Inc. de modifier les normes de livraison du contrat LGB. Les règles de la CDCC, qui font également état des normes de livraison du LGB, doivent être modifiées à la lumière des changements proposés.

(Les textes sont reproduits ci-après.)

Commentaires

Les personnes intéressées à soumettre des commentaires peuvent en transmettre une copie, au plus tard le 3 septembre 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 :

Sami Gdoura
Analyste expert aux OAR
Direction de l'encadrement des activités de compensation
Autorité des marchés financiers
Téléphone : 514 395-0337, poste 4395
Numéro sans frais : 1 877 525-0337, poste 4395
Télécopieur : 514 873-7455
Courrier électronique : sami.gdoura@lautorite.qc.ca

Veronic Boivin Pedneault
Analyste aux OAR
Direction de l'encadrement des activités de compensation
Autorité des marchés financiers
Téléphone : 514 395-0337, poste 4346
Numéro sans frais : 1 877 525-0337, poste 4346
Télécopieur : 514 873-7455
Courrier électronique : veronic.boivin-pedneault@lautorite.qc.ca



AVIS AUX MEMBRES

N° 2021 - 124

Le 3 août 2021

SOLLICITATION DE COMMENTAIRES

MODIFICATION DE LA RÈGLE C-18 DE LA CORPORATION CANADIENNE DE COMPENSATION DE PRODUITS DÉRIVÉS EN CE QUI CONCERNE LES NORMES DE LIVRAISON DU CONTRAT À TERME SUR OBLIGATIONS DU GOUVERNEMENT DU CANADA DE TRENTE ANS (LGB)

Le 29 juillet 2021, le Conseil d'administration de la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (la « CDCC ») a approuvé des modifications aux règles de la CDCC dans le but de les harmoniser avec les modifications proposées par Bourse de Montréal Inc. pour changer le critère de terme à courir des normes de livraison du contrat à terme sur obligations du Gouvernement du Canada de 30 ans (« LGB »).

Veuillez trouver ci-joint un document d'analyse de même que les modifications proposées.

Processus d'établissement de règles

La CDCC est reconnue à titre de chambre de compensation en vertu de l'article 12 de la *Loi sur les instruments dérivés* (Québec) par l'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité ») et à titre d'agence de compensation reconnue par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la « CVMO ») en vertu de l'article 21.2 de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario).

Le Conseil d'administration de la CDCC a le pouvoir d'adopter ou de modifier les règles de la CDCC. Ces modifications sont présentées à l'Autorité conformément au processus d'autocertification ainsi qu'à la CVMO conformément au processus stipulé dans la décision de reconnaissance.

Les commentaires relatifs aux modifications proposées doivent nous être présentés avant le **3 septembre 2021**. Prière de soumettre ces commentaires à:

Sophie Brault
Conseillère juridique
Corporation canadienne de compensation de produits dérivés
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 et à la CVMO 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

Manager, Market Regulation
Market Regulation Branch
Ontario Securities Commission
Suite 2200,
20 Queen Street West
Toronto, Ontario, M5H 3S8
Télécopieur : 416-595-8940
Courriel : marketregulation@osc.gov.on.ca

Pour toutes questions ou informations, les membres compensateurs peuvent communiquer avec Sophie Brault, Conseillère juridique, au 514-268-0591 ou par courriel au sophie.brault@tmx.com.

George Kormas
Président

Corporation canadienne de compensation de produits dérivés

100, rue Adelaide ouest	1800-1190 av des Canadiens-de-Montréal
3 ^e étage	C.P. 37
Toronto ON M5H 1S3	Montréal QC H3B 0G7
416.367.2470	514.871.3545

www.cdcc.ca



MODIFICATION DE LA RÈGLE C-18 DE LA CORPORATION CANADIENNE DE COMPENSATION DE PRODUITS DÉRIVÉS EN CE QUI CONCERNE LES NORMES DE LIVRAISON DU CONTRAT À TERME SUR OBLIGATIONS DU GOUVERNEMENT DU CANADA DE TRENTE ANS (LGB)

TABLE DES MATIÈRES

DESCRIPTION	2
MODIFICATIONS PROPOSÉES	2
ANALYSE	2
Contexte	2
Objectifs	3
Analyse comparative	3
Analyse des incidences	3
Incidences sur le marché	3
Incidences sur les systèmes technologiques	4
Incidences sur les fonctions de négociation	4
Intérêt public	4
PROCESSUS	4
DOCUMENTS EN ANNEXE	4

I. DESCRIPTION

Bourse de Montréal Inc. (la « Bourse ») propose de changer le critère de terme à courir des normes de livraison du contrat à terme sur obligations du Gouvernement du Canada de 30 ans (« LGB »), le faisant passer d'une durée d'au moins 25 ans à une durée d'au moins 28,5 ans. Par conséquent, les règles de la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (« CDCC »), qui font également état des normes de livraison du LGB, doivent être modifiées à la lumière des changements proposés.

II. MODIFICATIONS PROPOSÉES

Les modifications proposées à l'article C-18 des règles de la CDCC sont présentées en pièce jointe. Plus particulièrement, suivant les modifications proposées des Règles de la Bourse, la CDCC propose de faire passer le critère de terme à courir des normes de livraison du LGB d'une durée d'au moins 25 ans à une durée d'au moins 28,5 ans.

III. ANALYSE

a. Contexte

La Bourse propose de mettre à jour ses règles concernant les normes de livraison du LGB, puisqu'elle est d'avis que le bon fonctionnement du marché du LGB est souhaitable pour la croissance de ses produits et qu'elle désire s'assurer que les caractéristiques du contrat répondent aux besoins des participants au marché. La CDCC réfère à l'extrait de l'analyse détaillée de la Bourse suivant en guise de mise en contexte à l'égard des modifications proposées des normes de livraison du LGB:

« Les obligations de référence sont généralement les instruments les plus liquides du marché obligataire hors cote. Étant donné leur concentration dans le bassin de liquidité, ces obligations représentent l'outil de choix des participants qui souhaitent gérer et rajuster leurs portefeuilles de titres à revenu fixe au cours d'une journée donnée. Après avoir réalisé des opérations sur les obligations de référence, un certain nombre de clients et de courtiers gèrent ou transfèrent cette exposition au moyen de contrats à terme efficaces, en utilisant la fonction d'échange physique pour contrat que leur offre la Bourse. Il est donc souhaitable que les obligations de référence et les contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada correspondants interagissent efficacement, car cela aidera les participants au marché à gérer leur portefeuille et leur bilan. Ces opérations d'échange physique pour contrat (souvent appelées « opérations sur la base » ou « arbitrage comptant-terme ») sont principalement cotées par rapport à l'obligation la moins chère à livrer (« MCL »), puisque c'est celle qui est la plus susceptible d'être livrée pendant le mois de livraison. Le fait de disposer d'un nouveau contrat à terme dont l'obligation de référence est l'obligation MCL rendrait aussi l'établissement du prix des contrats à terme plus simple et plus clair pour les utilisateurs. Ainsi, plus longtemps l'obligation de référence demeure l'obligation MCL, plus il est facile pour les participants de recourir au contrat LGB de la Bourse afin de gérer leurs portefeuilles de titres à revenu fixe.

En 2019, la Bourse a apporté une modification similaire aux normes de livraison du CGF en réduisant la fourchette des termes à court des obligations livrables pour la faire passer d'une fourchette de 4,25 à 5,25 ans à une fourchette de 4,5 à 5,5 ans. Ce changement a renforcé l'attrait du contrat CGF en raison de l'allongement de la durée de l'obligation MCL et de la réduction de l'écart de suivi par rapport à l'obligation du gouvernement du Canada de cinq ans la plus récente. »

b. Objectifs

Les Règles de la CDCC doivent être alignées sur les modifications proposées par la Bourse. L'objectif des modifications proposées est de faire en sorte que l'obligation de 30 ans de référence sur le marché au comptant soit l'obligation la moins chère à livrer («MCL») du contrat LGB le plus souvent possible. La Bourse est d'avis que les modifications proposées augmenteront l'utilité et l'efficacité du contrat LGB pour les opérateurs en couverture et les spéculateurs. La Bourse vise à fournir au marché un contrat de 30 ans attrayant qui répond aux besoins de ceux qui l'ont appuyé initialement, afin de faire croître le volume et l'intérêt en cours jusqu'à l'atteinte d'une masse critique d'activité.

c. Analyse comparative

En raison de la nature des modifications proposées, la CDCC est d'avis qu'une analyse comparative n'est pas nécessaire.

d. Analyse des incidences

i. Incidences sur le marché

Les modifications proposées sont le fruit de consultations menées par la Bourse auprès des courtiers et des clients finaux, et visent à améliorer l'efficacité du contrat comme outil de négociation et de couverture. Les commentaires que la Bourse a reçus du secteur indiquent qu'un meilleur alignement du LGB sur le marché obligataire au comptant sous-jacent contribuera à stimuler la croissance de ce contrat.

L'objectif principal de l'amendement proposé est de faire en sorte que l'obligation à maturité de 30 ans dans le marché au comptant soit la moins chère à livrer (« MCL ») le plus souvent possible. En appliquant l'amendement proposé, le terme à court se situe maintenant généralement entre 28,5 et 32 ans en comparaison avec l'intervalle de 24,5 ans à 29,5 ans sous les standards de livraison actuels du contrat LGB. De ce fait, les changements proposés aux normes de livraison engendrent une légère augmentation de la volatilité implicite des prix du contrat LGB et également une légère augmentation de l'intervalle de marge; ces dernières sont estimées respectivement à 2,8% et 11,7% en moyenne au long de la période du 2010-01-01 au 2021-06-15¹. Ainsi, une augmentation du niveau de marge initiale requise pour le contrat LGB

¹ Il faut prendre note que cette variation du niveau de l'intervalle de marge a été calculé avec le modèle d'intervalle actuel. Le niveau de variation est estimé à 7,0% sous le nouveau modèle considérant la modification du modèle de marge de base initiale des dérivées sur obligations (pour plus d'information,

est également anticipée au relancement du contrat. Cette augmentation est estimée à 19,9% au cours de la période du 2010-01-01 au 2021-06-15. Aucune autre incidence financière significative n'est anticipée.

Dans le but de capturer la nouvelle dynamique de risque causée par la réduction du panier d'obligations livrables, la CDCC a procédé au recalcul des prix historiques sous les nouvelles contraintes proposées. Les prix historiques des dix dernières années vont être actualisés au moment du lancement par ces prix historiques théoriques calculés sous les contraintes proposées afin que les prix historiques des dix dernières années utilisés par le modèle de marge initial représentent adéquatement le niveau de risque financier du contrat LGB. Suite au lancement, les nouveaux prix de référence quotidiens utilisés par la CDCC seront ceux déterminés par la Bourse conformément aux standards de règlement quotidien pour les contrats de type future. Ces derniers seront également sauvegardés de façon quotidienne dans l'historique de prix de la CDCC (comme c'est le cas actuellement en production).

ii. Incidences sur les systèmes technologiques

Les modifications proposées n'auront aucune incidence sur les systèmes technologiques de la CDCC, de ses membres compensateurs ou de tout autre participant au marché.

iii. Incidences sur les fonctions de négociation

Sans objet.

iv. Intérêt public

La CDCC est d'avis que les modifications proposées ne sont pas contraires à l'intérêt public.

IV. PROCESSUS

Les modifications proposées, de même que la présente analyse, doivent être soumises à l'approbation du conseil d'administration de la CDCC, puis présentées à l'Autorité des marchés financiers, conformément au processus d'autocertification, et à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, conformément aux règles énoncées à l'appendice A de l'annexe C de la décision de reconnaissance de la CDCC datée du 8 avril 2014 (dans sa version modifiée de temps à autre). Les modifications proposées et l'analyse seront également présentées à la Banque du Canada, conformément à l'accord de surveillance réglementaire. Après avoir été soumises aux commentaires du public, les modifications proposées entreront au cours du quatrième trimestre de 2021.

V. DOCUMENTS EN ANNEXE

Modifications proposées de la C-Règle 18 de la CDCC

voir [avis aux membres 082-21](#)). Notez que les modifications proposées sous l'avis aux membres 082-21 ne sont pas encore en vigueur.

Modifications proposées aux Règles de la CDCC

Article C-1802 Normes de Livraison

1) Pour tous les contrats à terme sur obligations du Canada – 30 ans

a) La quotité de livraison en exécution de contrats à terme sur obligations du Canada – 30 ans consiste en des obligations du gouvernement du Canada qui n'échoient pas et qui ne peuvent être rachetables avant un minimum de ~~285-1/2~~ ans à partir du premier jour du mois de livraison, qui comportent un coupon au taux de 6%, une valeur nominale globale de 100 000 \$ à l'échéance et un montant nominal en cours, déduction faite de tout rachat possible par le gouvernement du Canada jusqu'à la fin de la période durant laquelle l'obligation est livrable, d'au moins 3,5 milliards de dollars, qui sont émises et livrées au plus tard le quinzième jour précédant la première journée à laquelle un avis de livraison est soumis pour un mois de livraison et qui sont initialement émises dans le cadre d'une adjudication pour une échéance de 30 ans.

Toutes les obligations d'une quotité de livraison doivent être de la même émission.

[...]

7.3.1 Consultation

Bourse de Montréal Inc. (la « Bourse ») – Modification des règles de la Bourse en vue de modifier les normes de livraison et le seuil de volume minimal pour les opérations en bloc sur le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 30 ans (LGB)

L'Autorité des marchés financiers publie le projet, déposé par la Bourse, de modifications aux règles de la Bourse afin de modifier les normes de livraison et le seuil de volume minimal des opérations en bloc du contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 30 ans (LGB) afin de mieux refléter les conditions de marché.

(Les textes sont reproduits ci-après.)

Commentaires

Les personnes intéressées à soumettre des commentaires peuvent en transmettre une copie, au plus tard le 3 septembre 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

**CIRCULAIRE 144-21**

Le 3 août 2021

SOLLICITATION DE COMMENTAIRES**MODIFICATION DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC. EN VUE DE MODIFIER LES NORMES DE LIVRAISON ET LE SEUIL DE VOLUME MINIMAL POUR LES OPÉRATIONS EN BLOC SUR LE CONTRAT À TERME SUR OBLIGATIONS DU GOUVERNEMENT DU CANADA DE 30 ANS (LGB)**

Le 11 mai 2021, le comité des règles et politiques de Bourse de Montréal Inc. (la « **Bourse** ») a approuvé des modifications aux règles de la Bourse afin de modifier les normes de livraison et le seuil de volume minimal des opérations en bloc du contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 30 ans (LGB) afin de mieux refléter les conditions de marché.

Les commentaires relatifs aux modifications proposées doivent nous être présentés au plus tard le **3 septembre 2021**. Prière de soumettre ces commentaires à :

Sophie Brault
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 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

2



MODIFICATION DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC. EN VUE DE MODIFIER LES NORMES DE LIVRAISON ET LE SEUIL DE VOLUME MINIMAL POUR LES OPÉRATIONS EN BLOC SUR LE CONTRAT À TERME SUR OBLIGATIONS DU GOUVERNEMENT DU CANADA DE 30 ANS (LGB)

TABLE DES MATIÈRES

I.	DESCRIPTION	2
II.	MODIFICATIONS PROPOSÉES	2
III.	ANALYSE	3
	a. Contexte	3
	b. Objectifs	4
	c. Analyse comparative	4
	d. Analyse des incidences	6
	i. Incidences sur le marché	6
	ii. Incidences sur les systèmes technologiques	8
	iii. Incidences sur les fonctions de réglementation	8
	iv. Incidences sur les fonctions de compensation	8
	v. Intérêt public	9
IV.	PROCESSUS	9
V.	DOCUMENTS EN ANNEXE	9

I. DESCRIPTION

Bourse de Montréal Inc. (la « Bourse ») propose par les présentes de mettre à jour ses Règles relativement aux normes de livraison du contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 30 ans (le « contrat LGB » ou le « LGB ») afin de mieux refléter les conditions de marché et de stimuler l'activité sur ce contrat. La Bourse est d'avis que le bon fonctionnement du marché du LGB est souhaitable pour la croissance de sa gamme de produits inscrits sur taux canadiens et désire faire en sorte que les caractéristiques du contrat répondent aux besoins de ses participants au marché. Par conséquent, la Bourse propose de changer la limite inférieure du critère de terme à courir des obligations livrables afin que les obligations admissibles quittent le panier de livrables plus rapidement. Cela permettrait à l'obligation du gouvernement du Canada de 30 ans de référence de devenir plus souvent l'obligation la moins chère à livrer. Plus précisément, la Bourse propose de changer le critère de terme à courir des normes de livraison en le faisant passer d'une durée d'au moins 25 ans à une durée d'au moins 28,5 ans. De plus, la Bourse propose de faire passer le seuil de volume des opérations en bloc pendant les heures normales de négociation¹ de 100 contrats à 250 contrats. La Bourse estime que les modifications proposées amélioreront l'efficacité du marché.

II. MODIFICATIONS PROPOSÉES

La Bourse propose de modifier l'article 12.412 de ses Règles pour faire passer le critère de terme à courir des normes de livraison d'une durée d'au moins 25 ans à une durée d'au moins 28,5 ans, et pour changer le seuil de volume minimal des opérations en bloc pendant les heures normales de négociation pour le contrat LGB. Le tableau 1 ci-après résume les modifications envisagées.

Tableau 1 : Exigence de terme à courir pour les obligations livrables et seuil de volume minimal pour les opérations en bloc pour le contrat LGB

Caractéristiques du contrat LGB	Actuelles	Proposées
Exigence de terme à courir des obligations livrables	Obligations du gouvernement du Canada qui ont un terme à courir d'au moins 25 ans à partir du premier jour du mois de livraison, calculé en arrondissant au trimestre entier le plus rapproché	Obligations du gouvernement du Canada qui ont un terme à courir d'au moins 28,5 ans à partir du premier jour du mois de livraison, calculé en arrondissant au trimestre entier le plus rapproché
Seuil de volume minimal pour les opérations en bloc (de 6 h à 16 h 30, HE)	100 contrats	250 contrats

Les modifications proposées sont le fruit de consultations auprès des courtiers et des clients finaux, et visent à améliorer l'efficacité du contrat comme outil de négociation et de couverture. Les commentaires que la Bourse a reçus du secteur indiquent qu'un meilleur alignement du LGB

¹ De 6 h à 16 h 30 (HE).

sur le marché obligataire au comptant sous-jacent contribuera à stimuler la croissance de ce contrat.

III. ANALYSE

a. Contexte

Les obligations de référence sont généralement les instruments les plus liquides du marché obligataire hors cote. Étant donné leur concentration dans le bassin de liquidité, ces obligations représentent l'outil de choix des participants qui souhaitent gérer et rajuster leurs portefeuilles de titres à revenu fixe au cours d'une journée donnée. Après avoir réalisé des opérations sur les obligations de référence, un certain nombre de clients et de courtiers gèrent ou transfèrent cette exposition au moyen de contrats à terme efficaces, en utilisant la fonction d'échange physique pour contrat que leur offre la Bourse. Il est donc souhaitable que les obligations de référence et les contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada correspondants interagissent efficacement, car cela aidera les participants au marché à gérer leur portefeuille et leur bilan. Ces opérations d'échange physique pour contrat (souvent appelées « opérations sur la base » ou « arbitrage comptant-terme ») sont principalement cotées par rapport à l'obligation la moins chère à livrer (« MCL »), puisque c'est celle qui est la plus susceptible d'être livrée pendant le mois de livraison. Le fait de disposer d'un nouveau contrat à terme dont l'obligation de référence est l'obligation MCL rendrait aussi l'établissement du prix des contrats à terme plus simple et plus clair pour les utilisateurs. Ainsi, plus longtemps l'obligation de référence demeure l'obligation MCL, plus il est facile pour les participants de recourir au contrat LGB de la Bourse afin de gérer leurs portefeuilles de titres à revenu fixe.

En 2019, la Bourse a apporté une modification similaire aux normes de livraison du CGF en réduisant la fourchette des termes à court des obligations livrables pour la faire passer d'une fourchette de 4,25 à 5,25 ans à une fourchette de 4,5 à 5,5 ans. Ce changement a renforcé l'attrait du contrat CGF en raison de l'allongement de la durée de l'obligation MCL et de la réduction de l'écart de suivi par rapport à l'obligation du gouvernement du Canada de cinq ans la plus récente.

En ce qui concerne le volume minimal pour les opérations en bloc pendant les heures normales de négociation, la Bourse propose d'augmenter le seuil minimal en vue de la relance projetée du produit, afin d'établir un juste équilibre entre la transparence et l'équité du marché tout en protégeant les clients contre la volatilité excessive et la perturbation des cours. La dernière modification que la Bourse a apportée au seuil applicable aux opérations en bloc sur le LGB pendant les heures normales de négociation remonte à 2018, alors que les participants ne négociaient pas ce produit. À l'époque, la Bourse avait réduit ce seuil, le faisant passer de 500 contrats à 100 contrats, dans le but de stimuler la participation et de susciter un intérêt en cours à l'égard du contrat en l'absence d'une liquidité soutenue sur le marché électronique². À l'issue d'une réévaluation des conditions de lancement optimales et à la lumière de la réussite du récent lancement de ses contrats à termes sur obligations du gouvernement du Canada de deux ans (« CGZ ») et de cinq ans (« CGF »), la Bourse estime que le nouveau seuil établit un

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

meilleur équilibre entre les différents intérêts tout en favorisant la participation initiale à l'égard du produit.

b. Objectifs

L'objectif des modifications proposées est de faire en sorte que l'obligation de 30 ans de référence sur le marché au comptant soit l'obligation MCL du contrat LGB le plus souvent possible. La Bourse est d'avis que les modifications proposées augmenteront l'utilité et l'efficacité du contrat LGB pour les opérateurs en couverture et les spéculateurs. La Bourse vise à fournir au marché un contrat de 30 ans attrayant qui répond aux besoins de ceux qui l'ont appuyé initialement, afin de faire croître le volume et l'intérêt en cours jusqu'à l'atteinte d'une masse critique d'activité. La Bourse propose de modifier les normes de livraison et le seuil de volume minimal pour les opérations en bloc du contrat LGB à l'issue d'un examen des caractéristiques du produit et de la réalisation d'un sondage auprès des participants au marché qui avaient exprimé un intérêt pour la négociation de ce contrat.

Plus précisément, la Bourse est d'avis que les modifications proposées auront les effets suivants :

- améliorer l'efficacité du contrat LGB pour les opérateurs en couverture et les spéculateurs qui participent au marché de contrats à terme sur obligations canadiennes;
- aider à établir la liquidité initiale du contrat LGB en réduisant l'incertitude liée à l'obligation MCL;
- faciliter la gestion de l'exposition au secteur de 30 ans canadien.

La Bourse estime que ces modifications sont en phase avec son objectif, qui est de : 1) fournir aux participants au marché un mécanisme d'établissement des prix efficace ainsi qu'un outil de couverture; 2) renforcer le fonctionnement du marché des dérivés canadien; 3) mieux servir les intérêts des participants au marché.

c. Analyse comparative

Le remplacement du critère de terme à courir actuel d'au moins 25 ans par un critère de terme à courir d'au moins 28,5 ans accélérera la sortie de l'une des obligations du panier de livrables (celle dont le terme à courir est le plus court), ce qui allongera la durée modifiée et augmentera la VM01³ du contrat LGB. Cette augmentation est désirable pour certains participants qui souhaiteraient que la durée soit aussi longue que possible, tandis que d'autres participants jugent qu'il ne s'agit pas d'un changement important. La Bourse estime que les modifications proposées maintiennent l'alignement du contrat LGB sur les caractéristiques des produits internationaux comparables, comme le montre le tableau 3 ci-dessous.

³ Valeur monétaire d'un point de base.

Tableau 3 : Exigence de termes à courir applicable aux contrats à terme sur obligations de 30 ans

Bourse	MX (proposition)	CME	Eurex	ICE
Contrat à terme	LGB	Billet du trésor américain Ultra de 30 ans	Euro-Buxl	Ultra Long Gilt
Critère de terme à courir (fourchette)	Au moins 28,5 ans	Au moins 25 ans	De 24 ans à 35 ans	De 28 ans à 37 ans
Durée modifiée (contrat échéant en juin 2021)	22,7 ans	18,4 ans	20,4 ans	19,5 ans

Sources : Caractéristiques des contrats tirées du site Web des bourses, Bloomberg

En ce qui concerne le seuil de volume minimal pour les opérations en bloc, l'augmentation proposée par la Bourse est légèrement plus restrictive que le seuil mis en place par Eurex et ICE, ce qui favorise la transparence des prix. Pour les raisons indiquées ci-dessus, la Bourse est d'avis qu'un seuil de 250 contrats est pertinent pour la relance du produit prévue.

Tableau 4 : 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	MX (proposition) (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 30 ans (seuil de volume d'opérations en bloc)	0 (250 – séances normales*, 100 – séances de prolongation)	134 k (5 000 [HNN], 2 500 [HNE], 1 250 [HNA])	56 k (100)	30 (50 – publication standard, 250 – publication différée)

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

Sources : Caractéristiques des contrats sur les sites Web des bourses

À la lumière de cette analyse comparative par rapport à ses pairs à l'échelle internationale, la Bourse juge que les modifications qu'elle propose sont justifiées, puisque les normes de livraison et le seuil de volume pour les opérations en bloc du LGB seront comparables à ceux des produits d'autres bourses tout en répondant aux besoins du marché local.

d. Analyse des incidences

i. Incidences sur le marché

Modèle d'émission des obligations du gouvernement du Canada de 30 ans

Voici les émissions d'obligation de 30 ans prévues en 2021; ce modèle a subi quelques changements en raison de l'effet de la pandémie mondiale sur les stratégies de gestion de la dette de la banque centrale⁴. Les incidences des modifications proposées dont il est question ci-dessous ont été établies en fonction des conditions suivantes :

- dix adjudications par année (à intervalles d'un ou de deux mois);
- échéance en décembre pour toutes les nouvelles obligations de 30 ans émises;
- montant cible de 46 à 58 milliards de dollars canadiens pour chaque obligation de 30 ans.

De plus, la période où une obligation de 30 ans est l'obligation de référence correspond généralement à la période où son terme à courir se situe entre 28,5 et 32 ans. Par conséquent, le changement de l'obligation de 30 ans de référence survient habituellement tous les 3,5 à 4 ans.

Incidences de la modification proposée de la fourchette des termes à courir applicable au panier d'obligations livrables

De façon générale, la modification du critère de terme à courir des normes de livraison le faisant passer d'une durée d'au moins 25 ans à une durée d'au moins 28,5 ans aura les incidences suivantes :

- une (ou deux) obligation(s) livrable(s) en moins dans le panier de livrables, de sorte que le montant nominal en cours des obligations livrables baisserait (d'environ 25 %);
- une réduction de la limite de position pour l'ensemble des mois d'échéance et pour le premier mois de livraison (d'environ 25 %);
- l'obligation du gouvernement du Canada de 30 ans de référence serait l'obligation la moins chère à livrer pendant la majorité (voire la totalité) de la période de 3,5 à 4 ans où elle est l'obligation de référence.

Les tableaux 5 et 6 ci-dessous résument les incidences des modifications proposées sur le panier de livrables et sur l'obligation MCL des contrats LGB à venir. On peut constater qu'actuellement, l'obligation du gouvernement du Canada qui arrive à échéance en 2048, et qui est l'obligation MCL, demeurera dans le panier jusqu'à l'échéance de décembre 2023. À sa sortie, l'obligation MCL deviendra l'obligation du gouvernement du Canada qui arrive à échéance en 2051, et la période où cette dernière était l'obligation de référence devrait alors tout juste avoir

⁴ <https://www.budget.gc.ca/2021/report-rapport/anx2-fr.html>

pris fin. Cela montre que l'obligation MCL⁵ ne pourra pas être constamment l'obligation de référence si les normes de livraison demeurent inchangées. Le retrait plus rapide de l'obligation du panier permettra à l'obligation échéant en 2051 de devenir l'obligation MCL jusqu'à la fin de la période où il est prévu qu'elle sera l'obligation de référence, et ainsi de suite.

Tableau 5 : Panier de livrables actuel du LGB pour les échéances de contrat de 2021 (et les contrats à venir)

Obligation du gouvernement du Canada de 30 ans dans le panier de livraison	Montant nominal en cours	État	Période où il s'agit de l'obligation de référence	Dernière échéance dans le panier
CAN à 2,75 % échéant le 1 ^{er} décembre 2048	14,9 G\$ CA	Obligation MCL	De novembre 2016 à avril 2020	Décembre 2023
CAN à 2 % échéant le 1 ^{er} décembre 2051	45,8 G\$ CA	Obligation de 30 ans de référence (depuis avril 2020)	D'avril 2020 au T3 de 2023*	Décembre 2026
Nouvelle obligation du gouvernement du Canada de 30 ans dont l'émission est prévue au T2 de 2021	Obligation qui n'a pas encore été émise, mais qui sera incluse dans le panier quand elle répondra à l'exigence de montant nominal en cours minimal.			

* Projection

Tableau 6 : Panier de livrables **proposé** du LGB pour les échéances de contrat de 2021 (et les contrats à venir)

Obligation du gouvernement du Canada de 30 ans dans le panier de livraison	Montant nominal en cours	État	Période où il s'agit de l'obligation de référence	Dernière échéance dans le panier
CAN à 2 % échéant le 1 ^{er} décembre 2051	45,8 G\$ CA	Obligation MCL et obligation de 30 ans de référence (depuis avril 2020)	D'avril 2020 au T3 de 2023*	Jun 2023
Nouvelle obligation du gouvernement du Canada de 30 ans dont l'émission est prévue au T2 de 2021	Obligation qui n'a pas encore été émise, mais qui sera incluse dans le panier quand elle répondra à l'exigence de montant nominal en cours minimal.			

* Projection

En ce qui concerne le seuil de volume minimal pour les opérations en bloc, la Bourse estime que l'incidence sur les participants au marché sera minimale étant donné qu'il n'y a pas de volume ni d'intérêt en cours pour les contrats LGB et qu'il n'est pas prévu que les opérations en bloc constituent une grande part du volume après la relance du produit.

⁵ Le calcul relatif à l'obligation MCL favorise les obligations qui ont un terme à courir moins long et un coupon élevé dans un contexte de faibles rendements, comme celui qui a cours depuis plus de dix ans. Un changement de l'obligation MCL du LGB est très improbable dans tous les scénarios réalistes pour les prochaines années.

Incidences des modifications proposées sur les limites de position

Les limites de position applicables aux contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de la Bourse reposent sur le montant nominal en cours des paniers de livrables. Le retrait d'une obligation échue du panier entraînera une réduction des limites de position (applicables à l'ensemble des mois d'échéance et au premier mois de livraison). Les participants au marché sondés sont au courant de ces incidences et ne les perçoivent pas comme un obstacle à la négociation du contrat ou au maintien des positions voulues en fonction des différentes stratégies. Ces deux limites de position continuent de représenter une forte exposition au secteur de 30 ans, et devraient être suffisantes pour répondre aux besoins des clients à la lumière des commentaires reçus de participants au marché clés. L'incidence sur le premier mois de livraison sera aussi limitée étant donné qu'il est prévu que seule une petite partie des contrats LGB donnera lieu à une livraison, de manière semblable à ce que l'on observe pour les autres contrats à terme inscrits par la Bourse.

ii. Incidences sur les systèmes technologiques

Les modifications proposées des Règles ne devraient avoir aucune incidence sur les systèmes technologiques de la Bourse, de ses participants agréés, des fournisseurs de logiciels indépendants ou encore de tout autre participant au marché. La Bourse n'a relevé aucun obstacle, que ce soit de nature technique, opérationnelle ou autre, à la mise en œuvre des modifications proposées.

iii. Incidences sur les fonctions de réglementation

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 règles de la CDCC doivent être alignées sur les modifications proposées par la Bourse en ce qui concerne les normes de livraison du contrat LGB. Les modifications proposées ne devraient avoir aucune incidence sur les fonctions de compensation de la CDCC, sur 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 ». Un contrat mieux adapté aux besoins des participants gagnera en liquidité et favorisera l'activité sur le marché des contrats à terme offrant transparence et compensation centralisée. La Bourse estime que les nouvelles normes de livraison et le nouveau seuil pour les opérations en bloc sont en phase avec les attentes du marché, favoriseront l'augmentation du nombre d'opérations sur le marché électronique et établiront un équilibre des intérêts plus sain pour les participants.

IV. PROCESSUS

Le processus de rédaction découle du souhait de la Bourse d'examiner la pertinence des caractéristiques du produit LGB en vue de la relance prévue de ce produit. La Bourse estime que la mise en place de normes de livraison et d'un seuil de volume minimal pour les opérations en bloc plus appropriés est nécessaire pour aider à susciter l'intérêt pour l'utilisation du LGB et pour favoriser l'activité sur ce contrat pendant sa phase de développement de la liquidité.

Les modifications proposées, avec la présente analyse, doivent être approuvées par le Comité de règles et politiques de la Bourse et soumises à l'Autorité des marchés financiers, conformément à la procédure d'autocertification, et à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, à titre informatif.

V. DOCUMENTS EN ANNEXE

Modifications proposées des Règles de la Bourse

VERSION EN SUIVI DE MODIFICATIONS

Article 6.206 Opérations en bloc

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 suivant)	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) (Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)	Bloc – seuil de volume minimal (de 2 h jusqu'à 5 h 59 m 59s)
[...]	[...]	[...]	[...]	[...]
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 30 ans (LGB)	15 minutes	100 250 contrats	1 heure	100 contrats
[...]	[...]	[...]	[...]	[...]

[...]

Article 12.412 Normes de Livraison

- (a) Pour le Contrat à Terme sur Obligations du gouvernement du Canada de trente ans, seules peuvent faire l'objet d'une Livraison les Obligations du gouvernement du Canada qui :
- (i) ont un terme à courir d'au moins ~~25~~28½ ans, à partir du premier jour du Mois de Livraison (dans le but de déterminer l'échéance d'une Obligation éligible pour Livraison et pour les fins de règlement, le temps à courir à l'échéance d'une émission donnée est calculé en périodes entières de trois mois en arrondissant au trimestre entier le plus rapproché, par ex., 30 ans et sept mois sera considéré comme étant 30½ ans, à partir du premier jour du Mois de Livraison);

[...]

VERSION PROPRE

Article 6.206 Opérations en bloc

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 suivant)	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) (Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)	Bloc – seuil de volume minimal (de 2 h jusqu'à 5 h 59 m 59s)
[...]	[...]	[...]	[...]	[...]
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 30 ans (LGB)	15 minutes	250 contrats	1 heure	100 contrats
[...]	[...]	[...]	[...]	[...]

[...]

Article 12.412 Normes de Livraison

- (a) Pour le Contrat à Terme sur Obligations du gouvernement du Canada de trente ans, seules peuvent faire l'objet d'une Livraison les Obligations du gouvernement du Canada qui :
- (i) ont un terme à courir d'au moins 28½ ans, à partir du premier jour du Mois de Livraison (dans le but de déterminer l'échéance d'une Obligation éligible pour Livraison et pour les fins de règlement, le temps à courir à l'échéance d'une émission donnée est calculé en périodes entières de trois mois en arrondissant au trimestre entier le plus rapproché, par ex., 30 ans et sept mois sera considéré comme étant 30½ ans, à partir du premier jour du Mois de Livraison);

[...]

7.3.2 Publication

Aucune information