

CIRCULAIRE 077-19

Le 22 mai 2019

SOLLICITATION DE COMMENTAIRES

MODIFICATION DE L'ARTICLE 6.206 DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC. AFIN DE PROLONGER LE DÉLAI DE DÉCLARATION DES OPÉRATIONS EN BLOC DE GRANDE TAILLE SUR LE CONTRAT À TERME SUR OBLIGATIONS DU GOUVERNEMENT DU CANADA DE DIX ANS (CGB)

Le 9 mai 2019, 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 prolonger le délai de déclaration des opérations en bloc de grande taille sur le contrat CGB.

Les commentaires relatifs aux modifications proposées doivent nous être présentés au plus tard le **21 juin 2019**. 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 Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22^e étage
C.P. 246, Tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
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).



**MODIFICATION DE L'ARTICLE 6.206 DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC. AFIN DE
PROLONGER LE DÉLAI DE DÉCLARATION DES OPÉRATIONS EN BLOC DE GRANDE TAILLE SUR LE
CONTRAT À TERME SUR OBLIGATIONS DU GOUVERNEMENT DU CANADA DE DIX ANS (CGB)**

TABLE DES MATIÈRES

I.	SOMMAIRE	2
II.	ANALYSE	2
a.	Contexte	2
b.	Description et analyse des incidences sur le marché	4
c.	Analyse comparative	8
d.	Modifications proposées	9
III.	PROCESSUS DE MODIFICATION	10
IV.	INCIDENCES SUR LES SYSTÈMES TECHNOLOGIQUES	10
V.	OBJECTIFS DES MODIFICATIONS PROPOSÉES	10
VI.	INTÉRÊT PUBLIC	10
VII.	EFFICIENCE	11
VIII.	PROCESSUS	11
IX.	DOCUMENTS EN ANNEXE	11

I. SOMMAIRE

Bourse de Montréal Inc. (la « Bourse ») propose par les présentes de mettre à jour ses règles relatives aux opérations en bloc sur le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de dix ans (le « contrat CGB » ou « CGB ») 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 des opérations en bloc est souhaitable pour la croissance de ses produits et elle désire faire en sorte que son cadre de conception réponde aux besoins des participants au marché. Par conséquent, la Bourse propose d'instaurer un délai supplémentaire pour la déclaration des opérations en bloc de grande taille sur le contrat CGB, étant donné que le délai de déclaration actuel de 15 minutes pendant les heures normales de négociation est jugé inadéquat pour les participants qui désirent exécuter ou couvrir des opérations de grande taille sur le marché du CGB. Plus précisément, la Bourse recommande d'intégrer, à l'article 6.206 de ses règles, une nouvelle catégorie de seuils de volume minimal et de délai de déclaration à l'égard des opérations en bloc sur CGB, laquelle établira un délai de 30 minutes pour la déclaration des opérations en bloc sur CGB d'un volume de 3 500 contrats ou plus. La Bourse est d'avis que les modifications proposées permettront de mieux répondre aux besoins des participants au marché et contribueront à l'efficacité du marché en assurant une meilleure qualité d'exécution.

II. ANALYSE

a. Contexte

Le mécanisme d'exécution des opérations en bloc de la Bourse offre aux participants au marché un moyen commode d'exécuter des opérations de grande taille sur un contrat donné à un prix unique. Ces opérations sont négociées de gré à gré entre les contreparties et, une fois conclues, elles doivent être soumises à la Bourse dans le délai prescrit aux fins de déclaration. La Bourse détermine les seuils de volume minimal des opérations en bloc en fonction de l'état de liquidité du marché.

Les participants au marché des opérations en bloc sont pour la plupart de grandes institutions du côté acheteur qui doivent négocier de gros volumes. Dans ces situations, les participants s'inquiètent souvent de l'incidence négative 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 ces ordres de grande taille, cela cause une volatilité indue susceptible de perturber les marchés ordonnés et efficaces et de miner la confiance des investisseurs. Pour ces raisons, les participants préfèrent souvent recourir à un mécanisme hors bourse pour s'assurer de pouvoir obtenir l'exécution de tous leurs contrats à un prix unique tout en ayant une incidence minimale sur le marché.

Parallèlement à la croissance des volumes d'opérations sur CGB au cours des dernières années, la Bourse a également constaté une augmentation de la taille des opérations en bloc. En effet, courtiers et clients ont commencé à demander plus fréquemment la passation et l'exécution d'ordres en bloc de grande taille. Ce phénomène s'explique par plusieurs facteurs, notamment les suivants :

- la confiance accrue des participants en leur capacité d'établir et de dénouer des positions dans différentes conjonctures de marché;
- l'atténuation des risques liés à la détention de positions de grande taille grâce à la vigueur des niveaux de l'intérêt en cours (qui se maintient désormais au-dessus de 500 000 contrats);
- l'accès à des prix en bloc avantageux en raison du nombre accru de participants au marché.

Comme illustré au tableau 1, la majorité des opérations en bloc sur CGB (91 %) portent sur un volume de 3 000 contrats ou moins, et la Bourse prévoit que cette tendance se poursuivra. Cependant, elle a observé ces derniers temps une augmentation de la fréquence des opérations en bloc d'un volume supérieur à 3 500 contrats.

Tableau 1 : Distribution des opérations en bloc sur CGB par année

Année	Taille des opérations en bloc sur CGB							
	[1500 - 2000]	[2001 - 2500]	[2501 - 3000]	[3001 - 3500]	[3501 - 4000]	[4001 - 4500]	[4501 - 5000]	5000 +
2015	84	18	5	1	1	0	0	0
2016	83	23	5	1	5	0	2	0
2017	131	19	9	2	2	2	6	5
2018	165	38	20	3	5	4	5	4

Source : Bourse de Montréal

À mesure que les marchés financiers continuent d'évoluer et de croître, les participants recherchent de nouveaux moyens efficaces de faire exécuter des ordres de grande taille. Sur le marché du CGB, les participants qui réalisent des opérations en bloc de grande taille trouvent le délai actuel de déclaration de 15 minutes (pendant les heures normales de négociation) trop contraignant pour compenser le risque au sein du marché sans créer d'incidence sur la dynamique du marché (volatilité excessive, bouleversement des cours, etc.). Étant donné l'état de liquidité actuel du CGB, il est difficile d'exécuter des opérations en bloc de grande taille; les contreparties choisissent souvent de morceler les blocs en opérations plus petites ou de reporter des opérations pour éviter les frictions de marché, qui entraînent des pertes d'efficacité. C'est pourquoi, conformément aux initiatives actuelles et futures de la Bourse qui visent à revitaliser la courbe de rendement des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada, la Bourse propose d'offrir, aux participants qui désirent réaliser des opérations en bloc de grande taille, la possibilité de le faire sans subir les coûts liés aux incidences sur le marché découlant des niveaux de liquidité actuels. Le fait de prolonger le délai de déclaration des opérations en bloc de grande taille sur CGB contribuerait à accroître l'efficacité du marché en assurant une meilleure qualité d'exécution. Par ailleurs, dans les cas où une bourse n'a pas la souplesse suffisante pour permettre les ordres de grande taille, les marchés n'offrant pas la compensation par contrepartie centrale et les marchés opaques peuvent gagner en pertinence.

La Bourse considère que les modifications proposées demeurent conformes à son objectif de fournir aux participants au marché un mécanisme efficace d'établissement des cours et de couverture des opérations. La Bourse propose de prolonger le délai de déclaration des opérations en bloc de grande taille sur CGB pour les motifs suivants :

- Accueillir l'activité de négociation d'opérations de grande taille qui, sinon, se déroulerait hors du marché organisé;
- Améliorer l'efficacité du marché en assurant une meilleure qualité d'exécution et une plus grande certitude à l'égard des prix pour les participants au marché;
- Harmoniser les pratiques de la Bourse à l'égard des opérations en bloc avec celles des autres bourses internationales.

Aux fins de la présente analyse, la Bourse limite les modifications qu'elle propose d'apporter au contrat CGB pour les motifs suivants :

- Le contrat CGB est le seul contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada à l'égard duquel les participants au marché ont manifesté l'intérêt de disposer d'un délai supplémentaire pour la déclaration des opérations en bloc de grande taille.
- Les contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 2 ans et de 30 ans ne sont pas activement négociés à l'heure actuelle; par conséquent, la Bourse juge prématurée l'adoption d'un délai de déclaration prolongé à l'égard des opérations en bloc de grande taille sur ces contrats.
- Un nouveau programme de maintien de marché sur le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 5 ans est entré en vigueur en décembre 2018. La Bourse juge prématurée la mise en œuvre d'un délai de déclaration prolongé des opérations en bloc de grande taille sur ce contrat étant donné la probabilité que les conditions de marché évoluent sensiblement dans un avenir rapproché. La Bourse souhaite évaluer davantage les retombées de ses efforts de revitalisation avant de modifier les exigences relatives aux opérations en bloc sur ce contrat.

b. Description et analyse des incidences sur le marché

La Bourse propose d'ajouter, dans les dispositions de l'article 6.206 portant sur les exigences relatives aux opérations en bloc, un délai supplémentaire pour la déclaration des opérations de grande taille sur le contrat CGB. Le tableau ci-dessous résume les modifications envisagées.

Tableau 2 : Seuils et délais de déclaration actuels et proposés en matière d'opérations en bloc

	<u>Exigences actuelles des Règles de MX</u>		Ajout proposé
Produit	Seuil de volume de l'opération en bloc de 2 h à 6 h (délai de déclaration : 1 heure)	Seuil de volume de l'opération en bloc de 6 h à 16 h 30 (délai de déclaration : 15 minutes)	Seuil de volume de l'opération en bloc de grande taille de 6 h à 16 h 30 (délai de déclaration : 30 minutes)
CGB	350 contrats	1 500 contrats	3 500 contrats

Comme exposé en détail ci-dessous, les modifications proposées sont fondées sur une analyse de la liquidité du contrat CGB, sur des consultations menées auprès des participants au marché ainsi que sur les pratiques appliquées par les grandes bourses électroniques de dérivés à l'égard de produits similaires.

Les tableaux 3, 4 et 5 ci-dessous présentent des statistiques boursières sur le contrat CGB afin de mieux évaluer les incidences possibles de cette proposition sur le marché. Comme on peut le constater, la majeure partie (80 %) des opérations en bloc sur CGB se produit entre 8 h et 15 h, ce qui coïncide avec la période où le volume moyen par périodes de 15 minutes est le plus élevé. Nous pouvons notamment constater qu'entre 8 h et midi, quelque 3 000 contrats CGB, en moyenne, sont négociés toutes les 15 minutes. Toutefois, ce volume comprend tant les opérations d'achat que de vente et, par conséquent, il n'est pas directement représentatif de la capacité des participants de couvrir leur opération en bloc sur le marché (négociation directionnelle) sans créer d'incidence sur la dynamique du marché.

Si l'on estime à 50 % le volume réalisé de chaque côté du marché (autrement dit, équivalence de l'activité d'achat et de vente), le seuil actuel applicable aux opérations en bloc (de 1 500 contrats) est plus élevé que le volume moyen le plus élevé exécuté par côté par période de 15 minutes pendant la durée de la séance. La Bourse constate donc, en effet, la difficulté, pour les participants au marché qui prennent part à des opérations en bloc de grande taille, de couvrir efficacement leur position sur le marché pendant le délai de déclaration actuel de 15 minutes sans créer d'incidence sur la dynamique du marché.

Tableau 3 : Volume moyen d'opérations sur CGB par périodes de 15 minutes ¹

Plage horaire de négociation	Volume moyen par période de 15 minutes	Volume minimum par période de 15 minutes	Volume maximum par période de 15 minutes
[6:00 - 8:00]	1127	734	1773
[8:00 - 12:00]	2943	2041	4298
[12:00 - 15:00]	1599	1188	3202
[15:00 - 16:30]	918	453	1546

Source : Bloomberg et Bourse de Montréal

Tableau 4 : Opérations en bloc sur CGB par plage horaire de négociation

Plage horaire de négociation	2015	2016	2017	2018
[6:00 - 8:00]	8	17	22	25
[8:00 - 12:00]	71	75	101	132
[12:00 - 15:00]	26	18	42	65
[15:00 - 16:30]	4	9	11	22

Source : Bourse de Montréal

¹ Données analysées pendant une période de 9 mois (de mars à décembre 2018), en excluant les jours de « roulement ».

Tableau 5 : Registre des ordres et fourchette de non-révision du CGB – quantité moyenne d'ordres d'achat et d'ordres de vente

Heure	Registre des ordres du CGB (premier mois de livraison)		Fourchette de non-révision du CGB (premier mois de livraison)	
	Quantité moyenne d'ordres d'achat	Quantité moyenne d'ordres de vente	Quantité moyenne d'ordres d'achat	Quantité moyenne d'ordres de vente
8:00	1393	1194	1073	874
11:00	1553	1480	1120	1087
14:00	1467	1359	1122	933
Moyenne	1471	1344	1105	965

Source : Bourse de Montréal

Pour ce qui est de la profondeur du marché à un moment donné, le contrat CGB d'échéance rapprochée compte, en moyenne, 1 400 contrats affichés à l'offre et à la demande pendant la séance, et environ 75 % de ceux-ci (1 050 contrats) se situent dans la fourchette de non-révision². Cette donnée renforce le constat que les conditions de marché rendent difficile la couverture d'opérations en bloc de grande taille pendant la période de déclaration de 15 minutes sans créer d'incidence sur la dynamique du marché; elle suggère que le seuil applicable aux opérations en blocs de 1 500 contrats sur CGB pendant les heures normales de négociation demeure, quant à lui, adéquat. La fourchette de non-révision établit un prix repère pour un instrument à la lumière de toute l'information disponible avant qu'une opération faisant l'objet d'une révision ait lieu³. Les opérations en bloc de grande taille (de plus de 3 500 contrats) occasionneraient certainement d'importantes fluctuations du cours du CGB (à l'extérieur de la fourchette de non-révision) si elles étaient couvertes dans un laps de temps insuffisant. Pour étayer cette affirmation, la Bourse a analysé l'incidence de certaines opérations en bloc de grande taille sur CGB⁴ sur les cours. La variation du cours pendant la période de 15 minutes suivant l'exécution de ces opérations en bloc de grande taille est en moyenne deux fois plus importante que la variation moyenne des cours par périodes de 15 minutes pendant la séance où ces opérations ont été négociées : elle atteignait jusqu'à 15 échelons de cotation (comparativement à 4 échelons pour la variation moyenne quotidienne des cours par périodes de 15 minutes). Cela illustre la volatilité déjà importante des cours après l'exécution d'opérations en bloc de grande taille, phénomène susceptible de se produire plus fréquemment à mesure qu'augmente le nombre d'opérations en bloc de grande taille exécutées.

En outre, les opérations en bloc sur CGB ne représentent que 1,8 % du volume total des opérations sur ce contrat⁵, ce qui confirme la pertinence du seuil actuel qui s'y applique. La Bourse ne prévoit pas d'augmentation notable de cette proportion suivant la mise en œuvre de la présente proposition. Sur la base de ces statistiques de marché, elle ne croit pas que le fait

² Selon une analyse sélective des données des registres d'ordres quotidiens sur le contrat CGB d'échéance rapprochée enregistrées entre le 10 décembre et le 21 décembre 2018, à 8 h, à 11 h et à 14 h. La fourchette de non-révision applicable au CGB est fixée à 40 échelons de cotation.

³ Se reporter à l'article 6.210 h) des Règles de la Bourse pour obtenir de plus amples renseignements sur la fourchette de non-révision.

⁴ Opérations en bloc de plus de 3 500 contrats effectuées sur le contrat CGB échéant en décembre 2018.

⁵ En 2018.

d'accorder un délai supplémentaire pour la déclaration des opérations de grande taille entraîne d'incidence négative sur la dynamique du marché.

Incidences sur l'intégrité du marché

Les opérations en bloc étant négociées en marge des meilleurs cours acheteur et vendeur du registre central des ordres à cours limité (le « RCOCL »), le prix d'une opération en bloc doit être juste et raisonnable conformément aux règles en vigueur. Afin d'établir ce prix, il importe de tenir compte de facteurs comme la taille de l'opération, le prix des opérations observé sur le marché, et 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 quantité minimale) des opérations en bloc sont déterminés afin de ne pas avoir d'incidence préjudiciable sur ce qui suit :

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

Il convient de souligner que la proposition n'a aucune incidence sur les règles en matière de conformité, de surveillance et de déclaration de la Bourse. Les participants qui effectuent des opérations en bloc (peu importe la taille de ces opérations et le délai de déclaration applicable) doivent se conformer aux Règles de la Bourse et sont assujettis à la surveillance de la Division de la réglementation de la Bourse. À titre de rappel, les participants sont tenus de respecter en tout temps les principes de bonne pratique commerciale 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. La Bourse estime que la prolongation du délai de déclaration contribuera aussi à la prévention de comportements indésirables de la part des participants au marché, puisque cette mesure peut faciliter l'identification des participants qui réalisent des opérations en bloc de grande taille sur CGB. À l'inverse, ne pas accorder un délai suffisant pour que ces participants puissent exécuter leur stratégie de couverture peut fausser les perceptions et perturber indûment le marché.

Incidences sur la transparence

La Bourse entend promouvoir l'utilisation du RCOCL comme source principale de transparence des cours de ses contrats. Elle s'attend par conséquent à ce que le mode de négociation principal de ses produits demeure sa plateforme de négociation électronique, qui est ouverte et concurrentielle. La Bourse permet les opérations en bloc à l'égard de conditions de marché exceptionnelles, afin de répondre aux besoins des participants au marché qui trouvent plus commode ce mode de négociation. À la lumière des statistiques présentées ci-dessus, la Bourse reconnaît que les ordres de grande taille peuvent avoir une incidence sur la dynamique du marché, créer une volatilité excessive et entraîner un bouleversement des cours; la prolongation du délai de déclaration des opérations en bloc de grande taille est un moyen de maintenir la stabilité au profit de tous les participants au marché. Les opérations en bloc peuvent être plus

difficiles à exécuter que les opérations courantes en bourse et elles exposent souvent les courtiers à un risque accru, notamment parce que ceux-ci s'engagent à un certain prix pour une grande quantité de contrats. Tout mouvement boursier défavorable peut entraîner une perte importante si la position n'a pas été couverte de manière adéquate. Ce mécanisme n'a pas pour objet de faire que ces opérations constituent une part importante du marché ou qu'elles deviennent courantes. Il vise plutôt à favoriser une transparence accrue en facilitant l'exécution des opérations de grande taille dans un environnement boursier où les prix des opérations et les volumes sont rendus publics, plutôt que dans un marché hors bourse opaque. La Bourse surveille en continu les opérations en bloc pour s'assurer que celles-ci demeurent justes et raisonnables à tout moment et pour tous les participants au marché, comme décrit dans la section ci-dessus.

c. Analyse comparative

Un examen attentif du ratio du volume quotidien moyen (« VQM ») sur l'intérêt en cours (« I.C. ») des contrats à terme sur obligations internationales de dix ans montre que la liquidité du CGB (bien qu'elle se soit améliorée sensiblement au cours des dernières années) n'est pas aussi élevée que celle d'autres produits comparables. Comme le montre le tableau 6, le ratio du CGB atteint près de 20 %, tandis que la moyenne de produits similaires avoisine plutôt 35 %⁶. Cette donnée suggère qu'il est probablement (1) plus fréquent et (2) plus difficile pour les participants qui détiennent un pourcentage élevé d'intérêt en cours d'exécuter de manière efficiente leurs opérations de grande taille sur le marché, ce qui milite en faveur de l'adoption d'un délai de déclaration prolongé pour les opérations de grande taille.

Tableau 6 : Ratio du volume quotidien moyen sur l'intérêt en cours (fin de 2018) pour des produits de contrats à terme d'obligations de dix ans comparables

Contrat à terme d'obligations de dix ans	VQM	I.C.	Ratio (VQM / I.C.)
CGB	115,736	620,276	18.66%
CBOT - 10Y UST	1,834,817	4,236,569	43.31%
CBOT - Ultra 10Y UST	187,505	661,884	28.33%
Eurex - Euro-Bund	789,178	2,021,695	39.04%
ICE - Long Gilt	267,853	880,182	30.43%
JPX - 10Y JGB	36,523	144,526	25.27%
ASX - 10Y AUD	184,067	1,357,240	13.56%

Source : Sites Web des bourses

ICE Futures Europe et CurveGlobal ont aussi mis en œuvre une structure de délai prolongé de déclaration ou de publication (au cours d'une même séance de négociation) pour les opérations en bloc de grande taille sur produits dérivés sur taux d'intérêt. Sur le marché d'ICE Futures Europe, le seuil de volume applicable aux opérations en bloc de grande taille sur les contrats à terme sur obligations de dix ans est fixé à 3 fois le seuil normal, et le délai de déclaration prolongé est de 60 minutes. Sur le marché CurveGlobal, le seuil applicable aux opérations en bloc de grande taille est de 5 fois le seuil normal. Alors que les participants demeurent assujettis au même délai de déclaration, les opérations en bloc de grande taille ne sont rendues publiques auprès du marché

⁶ En excluant le produit d'ASX (cas particulier).

qu'à la fin de la séance. Comme prévu, les grandes bourses telles CME et Eurex n'ont pas d'exigence semblable en matière de déclaration différée des opérations en bloc, car la liquidité (volume, profondeur de marché) de leurs produits obligataires est beaucoup plus élevée et, ainsi, ne requiert pas cette structure.

Table 7 : Exigences relatives aux opérations en bloc sur contrats à terme sur obligations des marchés ICE Futures Europe et CurveGlobal⁷

Contrat à terme	Seuil de volume normal et délai de déclaration /publication applicables aux opérations en bloc	Seuil de volume et délai de déclaration et de publication applicables aux opérations en bloc de grande taille
2 ans	250 contrats (15 minutes)	1000 contrats, 60 minutes pour la déclaration et publication en fin de journée de négociation
5 ans	100 contrats (15 minutes)	
10 ans	500 contrats (15 minutes)	1500 contrats, 60 minutes pour la déclaration et publication en fin de journée de négociation
30 ans	50 contrats (15 minutes)	250 contrats, 60 minutes pour la déclaration et publication en fin de journée de négociation
CurveGlobal		
Contrat à terme	Seuil de volume normal et délai de déclaration /publication applicables aux opérations en bloc	Seuil de volume et délai de déclaration et de publication applicables aux opérations en bloc de grande taille
2 ans	50 contrats (5 minutes)	250 contrats, 5 minutes pour la déclaration et publication en fin de journée de négociation
5 ans		
10 ans		
30 ans		

En résumé, l'analyse comparative ci-dessus vient appuyer la mise en œuvre d'une prolongation du délai de déclaration pour les opérations en bloc de grande taille, et ce, de deux manières différentes :

- La liquidité du CGB n'est pas aussi élevée que celle de produits de contrats à terme sur obligations de dix ans comparables selon le ratio de la valeur quotidienne moyenne sur l'intérêt en cours;
- Le seuil et le délai de déclaration prolongé proposés à l'égard des opérations en bloc de grande taille sont conformes à la structure mise en œuvre à certaines autres bourses, principalement ICE Futures Europe et CurveGlobal.

Sur la base de cette analyse comparative internationale, la Bourse est d'avis que les modifications proposées sont justifiées et qu'elles permettront d'harmoniser davantage les exigences en matière de seuils applicables aux opérations en bloc sur le contrat CGB avec les pratiques internationales appliquées à certains produits comparables. Comme mentionné précédemment, la Bourse en limiterait l'application au contrat CGB pour l'instant.

d. Modifications proposées

La Bourse propose de modifier le tableau des dérivés admissibles et des seuils de volume minimal pour les opérations en bloc présenté à l'article 6.206 des Règles de la Bourse en y ajoutant une

⁷ Sources : « Appendix C - Fixed Income Contracts », <https://www.theice.com/futures-europe/market-resources>; « LSEDM BNT & DP Threshold Parameters » et « LSEDM Bilaterally Negotiated Trade Guidance », <https://www.lseg.com/derivatives/document-library>.

autre série de seuils de volume minimal et de délais de déclaration pour les opérations de grande taille, lesquels s'appliqueront au contrat CGB pendant les heures normales de négociation. Plus particulièrement, les participants au marché disposeraient de 30 minutes pour déclarer les opérations en bloc d'un volume supérieur à 3 500 contrats dans le marché du CGB. Cette modification particulière prendrait effet au moment de l'autocertification des présentes modifications proposées, dont le libellé est ci-joint.

III. PROCESSUS DE MODIFICATION

Le processus de modification a été motivé par le besoin d'évaluer une structure de délai prolongé pour la déclaration d'opérations en bloc sur contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada. Étant donné les initiatives actuelles et futures de la Bourse qui ont trait à la revitalisation de la courbe de rendement, la Bourse est d'avis qu'il importe de fixer des seuils applicables aux opérations en bloc plus appropriés afin d'aider à susciter davantage d'intérêt pour le contrat CGB et à stimuler l'activité sur celui-ci.

IV. INCIDENCES SUR LES SYSTÈMES TECHNOLOGIQUES

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

V. OBJECTIFS DES MODIFICATIONS PROPOSÉES

Les modifications visent à renforcer le fonctionnement du marché canadien des dérivés et à mieux servir les intérêts des participants au marché. En particulier, la Bourse est d'avis que les modifications proposées auront les effets suivants :

- attirer et accueillir la négociation d'ordres de grande taille qui seraient autrement négociés à l'extérieur de la Bourse (sur le marché hors cote);
- améliorer l'efficacité du marché en assurant une meilleure qualité d'exécution et une plus grande certitude à l'égard du prix pour les opérations de grande taille;
- harmoniser la structure de la Bourse en matière d'opérations en bloc avec les pratiques d'autres bourses internationales.

La proposition vise à faciliter la transition d'un marché hors bourse opaque à un marché coté transparent, et non à diminuer le rôle du marché électronique organisé.

VI. INTÉRÊT PUBLIC

La Bourse estime que ces modifications sont dans l'intérêt du public, car elles offriront aux participants au marché de meilleures possibilités en matière de négociation et de couverture. Les opérations en bloc offrent aux clients et aux participants agréés la commodité de négocier une opération de gré à gré avec une autre partie de leur choix et la capacité d'exécuter une opération de grande taille à un prix unique qui est juste et raisonnable. En outre, les détails des opérations

en bloc sont rendus publics après le délai de déclaration, ce qui procure une transparence accrue par rapport au marché hors bourse concurrent.

VII. EFFICIENCE

La proposition de la Bourse devrait attirer un volume de négociation supplémentaire en offrant aux participants au marché une certitude quant au prix, l'exécution immédiate des ordres de grande taille et les avantages de la compensation par contrepartie centrale. Ainsi, les opérations en bloc de grande taille sur CGB devraient accroître l'efficacité du marché grâce à l'amélioration de la qualité d'exécution.

VIII. 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.

IX. DOCUMENTS EN ANNEXE

Modifications proposées des Règles de la Bourse.

VERSION MODIFIÉE

Chapitre C—Opérations préarrangées et annulation d'Opérations

[...]

Article 6.206 Opérations en bloc

- (a) Dispositions générales. Les Participants Agréés peuvent négocier et exécuter une Opération hors du Système de Négociation Électronique conformément aux conditions suivantes :
- (i) Une Opération en bloc ne peut être arrangée et exécutée que durant les heures de négociation de la Bourse pour le dérivé admissible.
 - (ii) L'Opération en bloc n'est autorisée qu'à l'égard des Instruments Dérivés suivants et doit respecter le seuil de volume minimal applicable (uniquement dans la mesure où l'instrument dérivé admissible est disponible pour négociation):

Instruments dérivés admissibles	Délai de déclaration prescrit (de 6 h jusqu'à la fin du Jour de négociation)	Bloc - seuil de volume minimal (de 6 h jusqu'à la fin du Jour de négociation)	Délai de déclaration prescrit (de 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 suivant)		(Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)	
Contrats à terme 30 jours sur le taux repo à un jour (ONX)	15 minutes	1,000 contrats	1 heure	250 contrats
Contrats à terme sur swap indexé à un jour (OIS)	15 minutes	200 contrats	1 heure	50 contrats
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de dix ans (CGB)	15 minutes <u>30 minutes</u>	1,500 contrats <u>3 500 contrats</u>	1 heure	350 contrats
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de deux ans (CGZ)	15 minutes	250 contrats	1 heure	100 contrats

Instruments dérivés admissibles	Délai de déclaration prescrit (de 6 h jusqu'à la fin du Jour de négociation)	Bloc - seuil de volume minimal (de 6 h jusqu'à la fin du Jour de négociation)	Délai de déclaration prescrit (de 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 suivant)		(Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)	
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 30 ans (LGB)	15 minutes	100 contrats	1 heure	100 contrats
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de cinq ans (CGF)	15 minutes	500 contrats	1 heure	100 contrats
Options sur contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois	15 minutes	2,000 contrats	1 heure	500 contrats
Contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois du 1er au 4e mois d'échéance trimestrielle (BAX Whites)	15 minutes	-	1 heure	500 contrats
Contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois du 5e au 8e mois d'échéance trimestrielle (BAX reds)	15 minutes	1,000 contrats	1 heure	250 contrats
Contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois du 9e au 12e mois d'échéance trimestrielle (BAX greens)	15 minutes	500 contrats	1 heure	100 contrats
Stratégie combinant contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois (BAX) / Options sur contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois	15 minutes	Somme des pattes de la stratégie : 2 000 contrats au total, le volume de la/les patte(s) composée(s) d'options devant représenter au moins 50 % de la somme totale des pattes de la stratégie	1 heure	Somme des pattes de la stratégie : 2 000 contrats au total, le volume de la/les patte(s) composée(s) d'options devant représenter au moins 50 % de

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 suivant)		(Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)	
				la somme totale des pattes de la stratégie
Stratégie combinant contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de dix ans (CGB) / Options sur contrats à terme du gouvernement du Canada de dix ans (OGB)	15 minutes	Somme des pattes de la stratégie : 2 000 contrats au total, le volume de la/les patte(s) composée(s) d'options devant représenter au moins 50 % de la somme totale des pattes de la stratégie	1 heure	Somme des pattes de la stratégie : 2 000 contrats au total, le volume de la/les patte(s) composée(s) d'options devant représenter au moins 50 % de la somme totale des pattes de la stratégie

[...]

VERSION PROPRE

Chapitre C—Opérations préarrangées et annulation d'Opérations

[...]

Article 6.206 Opérations en bloc

- (b) Dispositions générales. Les Participants Agréés peuvent négocier et exécuter une Opération hors du Système de Négociation Électronique conformément aux conditions suivantes :
- (i) Une Opération en bloc ne peut être arrangée et exécutée que durant les heures de négociation de la Bourse pour le dérivé admissible.
 - (ii) L'Opération en bloc n'est autorisée qu'à l'égard des Instruments Dérivés suivants et doit respecter le seuil de volume minimal applicable (uniquement dans la mesure où l'instrument dérivé admissible est disponible pour négociation):

Instruments dérivés admissibles	Délai de déclaration prescrit (de 6 h jusqu'à la fin du Jour de négociation)	Bloc - seuil de volume minimal (de 6 h jusqu'à la fin du Jour de négociation)	Délai de déclaration prescrit (de 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 suivant)		(Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)	
Contrats à terme 30 jours sur le taux repo à un jour (ONX)	15 minutes	1 000 contrats	1 heure	250 contrats
Contrats à terme sur swap indexé à un jour (OIS)	15 minutes	200 contrats	1 heure	50 contrats
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de dix ans (CGB)	15 minutes	1 500 contrats	1 heure	350 contrats
	30 minutes	3 500 contrats		
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de deux ans (CGZ)	15 minutes	250 contrats	1 heure	100 contrats
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 30 ans (LGB)	15 minutes	100 contrats	1 heure	100 contrats

Instruments dérivés admissibles	Délai de déclaration prescrit (de 6 h jusqu'à la fin du Jour de négociation)	Bloc - seuil de volume minimal (de 6 h jusqu'à la fin du Jour de négociation)	Délai de déclaration prescrit (de 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 suivant)		(Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)	
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de cinq ans (CGF)	15 minutes	500 contrats	1 heure	100 contrats
Options sur contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois	15 minutes	2 000 contrats	1 heure	500 contrats
Contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois du 1er au 4e mois d'échéance trimestrielle (BAX Whites)	15 minutes	-	1 heure	500 contrats
Contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois du 5e au 8e mois d'échéance trimestrielle (BAX reds)	15 minutes	1 000 contrats	1 heure	250 contrats
Contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois du 9e au 12e mois d'échéance trimestrielle (BAX greens)	15 minutes	500 contrats	1 heure	100 contrats
Stratégie combinant contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois (BAX) / Options sur contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois	15 minutes	Somme des pattes de la stratégie : 2 000 contrats au total, le volume de la/les patte(s) composée(s) d'options devant représenter au moins 50 % de la somme totale des pattes de la stratégie	1 heure	Somme des pattes de la stratégie : 2 000 contrats au total, le volume de la/les patte(s) composée(s) d'options devant représenter au moins 50 % de la somme totale des pattes de la stratégie
Stratégie combinant contrats à terme sur	15 minutes	Somme des pattes de la stratégie : 2 000	1 heure	Somme des pattes de la

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 suivant)		(Dès que possible, à l'intérieur du délai suivant)	
obligations du gouvernement du Canada de dix ans (CGB) / Options sur contrats à terme du gouvernement du Canada de dix ans (OGB)		contrats au total, le volume de la/les patte(s) composée(s) d'options devant représenter au moins 50 % de la somme totale des pattes de la stratégie		stratégie : 2 000 contrats au total, le volume de la/les patte(s) composée(s) d'options devant représenter au moins 50 % de la somme totale des pattes de la stratégie

[...]