

CIRCULAIRE 137-20

Le 12 août 2020

SOLLICITATION DE COMMENTAIRES

MODIFICATION DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC. EN CE QUI CONCERNE LA VALEUR NOMINALE DU CONTRAT À TERME SUR OBLIGATIONS DU GOUVERNEMENT DU CANADA DE DEUX ANS (CGZ)

Le 11 mai 2020, le comité des règles et politiques de Bourse de Montréal Inc. (la « **Bourse** ») a approuvé des modifications des règles de la Bourse afin de modifier la valeur nominale du contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de deux ans (« **CGZ** »).

Les commentaires relatifs aux modifications proposées doivent nous être présentés au plus tard le **14 septembre 2020**. Prière de soumettre ces commentaires à :

Alexandre Normandeau
Conseiller juridique
Bourse de Montréal Inc.
1800-1190 av. des Canadiens-de-Montréal
C.P. 37
Montréal QC H3B 0G7
Courriel : legal@tmx.com

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

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. EN CE QUI CONCERNE LA VALEUR
NOMINALE DU CONTRAT À TERME SUR OBLIGATIONS DU GOUVERNEMENT DU CANADA DE
DEUX ANS (CGZ)**

TABLE DES MATIÈRES

I.	DESCRIPTION	1
II.	MODIFICATION PROPOSÉE	1
III.	ANALYSE.....	2
	a. Contexte.....	2
	b. Objectifs	5
	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.....	8
	v. Intérêt public	8
IV.	PROCESSUS.....	8
V.	DOCUMENTS EN ANNEXE	8

I. DESCRIPTION

Bourse de Montréal Inc. (la « Bourse » ou la « MX ») propose par les présentes de modifier la valeur nominale du contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de deux ans (« CGZ ») afin de la faire passer de 200 000 \$ CA à 100 000 \$ CA d'une obligation du gouvernement du Canada avec un coupon notionnel de 6 %. Cette modification permettrait de mieux refléter la réalité du marché et de stimuler l'activité sur le contrat. La Bourse est d'avis que le bon fonctionnement du marché du contrat CGZ est souhaitable pour l'essor de ses produits et elle désire s'assurer que les caractéristiques du contrat répondent aux besoins de ses participants au marché. Par conséquent, elle propose de mettre en œuvre la modification proposée, et ce, avant la revitalisation du contrat CGZ, prévue au second semestre de 2020. La Bourse estime que la modification proposée permettra de mieux répondre aux besoins des participants au marché et améliorera l'efficacité du marché.

Depuis que le contrat CGZ a été lancé en 2004, il a fait l'objet de plusieurs modifications, le but étant d'inciter les participants au marché à l'adopter. Ainsi, au fil des ans, la Bourse a modifié la valeur nominale, le coupon notionnel et les normes de livraison du contrat. Or, ces modifications, de même que le lancement de divers programmes incitatifs, n'ont pas donné les résultats escomptés, puisque le volume quotidien moyen par année du contrat CGZ a varié entre 0 et 900 contrats de 2004 à 2015. Le produit n'a d'ailleurs connu aucune activité depuis 2016. Cela dit, la Bourse se réjouit du succès qu'elle a obtenu en relançant le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de cinq ans (« CGF ») en décembre 2018 et elle espère appliquer un modèle similaire au contrat CGZ. Par ailleurs, dans la foulée de l'évolution du marché et de la revitalisation réussie du CGF, de nombreux participants aux marchés canadiens et étrangers ont demandé à la Bourse de développer le contrat CGZ. Les participants ont exprimé ce souhait après avoir observé des occasions de négociation manifestes dans le segment des échéances de deux ans de la courbe des taux du Canada.

Si la Bourse propose la réduction de la valeur nominale du contrat CGZ, avec l'appui des participants au marché, c'est qu'elle lui donnerait deux grandes possibilités :

- inscrire des stratégies d'écart sur la courbe des taux aux côtés des contrats liquides que sont le CGF et le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de dix ans (« CGB »);
- réduire la valeur de l'échelon de cotation du contrat pour accroître le degré de précision des prix.

II. MODIFICATION PROPOSÉE

La Bourse propose de modifier l'article 12.100 de ses Règles afin de réduire la valeur nominale du contrat CGZ. Plus précisément, la Bourse souhaite faire passer de 200 000 \$ CA à 100 000 \$ CA la valeur nominale d'obligations du gouvernement du Canada sous-jacentes du contrat CGZ.

Tableau 1 : Modification proposée des caractéristiques du contrat CGZ

Caractéristique	En vigueur	Proposition
Valeur sous-jacente	La valeur sous-jacente est 200 000 \$ de valeur nominale d'une obligation du gouvernement du Canada avec un coupon notionnel de 6 %.	La valeur sous-jacente est 100 000 \$ de valeur nominale d'une obligation du gouvernement du Canada avec un coupon notionnel de 6 %.

Pour déterminer la valeur nominale adéquate du contrat CGZ, la Bourse a questionné les participants au marché et comparé son contrat à des produits comparables offerts par de grandes bourses de dérivés à l'échelle mondiale. La Bourse a également tenu compte des percées technologiques, notamment celles qui permettent d'inscrire des stratégies intergroupes (« SIG »)¹ sur des produits ayant la même valeur nominale sous-jacente et la même valeur d'échelon de cotation (aussi appelé « unité minimale de fluctuation des prix »).

III. ANALYSE

a. Contexte

Au moment de son inscription à la cote en mai 2004, le contrat CGZ avait une taille de 100 000 \$ CA et comportait un coupon notionnel de 6 %. Il se voulait un produit transparent négocié en bourse sur taux du gouvernement du Canada et destiné à multiplier les possibilités de stratégies d'écart s'offrant aux participants agréés et à leurs clients.

Le 17 novembre 2004², la Bourse a apporté les modifications suivantes aux modalités de livraison :

- l'inclusion des obligations du gouvernement du Canada initialement émises pour un terme de dix ans dans le panier de livrables en raison de l'encours peu élevé des obligations du gouvernement du Canada de deux ans;
- la réduction de l'unité minimale de fluctuation des prix, passant de 0,01 (10 \$ CA) à 0,005 (5 \$ CA).

Le 24 juillet 2006³, la Bourse a fait passer la taille du contrat de 100 000 \$ CA à 200 000 \$ CA aux fins d'harmonisation avec le contrat à terme sur obligations du Trésor américain de deux ans. Elle a également abaissé le coupon notionnel (passé de 6 % à 4 %) et réduit l'encours minimal (passé de 3,5 à 2,4 milliards de dollars) des obligations du gouvernement du Canada admissibles au panier de livrables.

Enfin, le 1^{er} septembre 2010⁴, la Bourse a apporté les modifications suivantes :

- le rétablissement du coupon notionnel du contrat CGZ au taux de 6 % (contre 4 %);

¹ Les stratégies intergroupes combinent des instruments appartenant à différents groupes dans le moteur de négociation. Elles permettent la négociation simultanée, et seulement simultanée, des composantes d'une stratégie en une seule opération.

² https://www.m-x.ca/f_circulaires_fr/150-04_fr.pdf

³ https://www.m-x.ca/f_circulaires_fr/136-06_fr.pdf

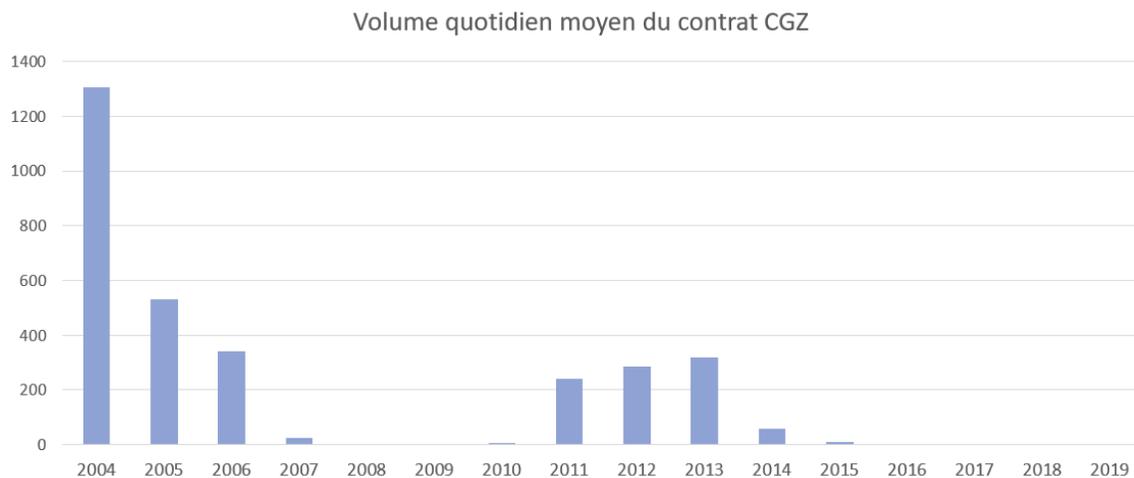
⁴ https://www.m-x.ca/f_circulaires_fr/105-2010_fr.pdf

- l'exclusion des obligations du gouvernement du Canada de cinq ans et de dix ans du panier d'obligations livrables.

Tous les changements susmentionnés visaient à accentuer l'attrait du contrat CGZ et favoriser sa liquidité. Malheureusement, ils ont eu relativement peu de succès, comme en témoigne la figure 1 ci-après. Il convient de noter que le volume quotidien moyen le plus élevé du contrat CGZ à ce jour (1 306 contrats) a été enregistré l'année du lancement du produit. Le contrat s'est négocié jusqu'en 2007. Après quoi, de 2008 à la fin de 2009, il n'a généré aucune activité. Sa négociation a légèrement repris en 2010 et s'est poursuivie jusqu'en 2015.

Si le lancement de 2004 a été réussi, c'est possiblement parce que les mainteneurs de marché désignés étaient deux grandes banques canadiennes. Quant à la hausse de volume en 2011, qui faisait suite à une absence totale d'opérations en 2008 et en 2009, elle pourrait être attribuable au lancement du projet « Courbe de rendement » de la Bourse. Dans le cadre de ce projet, la Bourse a retenu les services de cinq sociétés pour assumer pendant cinq ans le maintien du marché des produits suivants : 1) les contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois (« BAX ») des deuxième et troisième années d'échéances trimestrielles, 2) le contrat CGZ et 3) le contrat CGF.

Figure 1 : Volume quotidien moyen (« VQM ») historique du contrat CGZ



Source : Bourse de Montréal

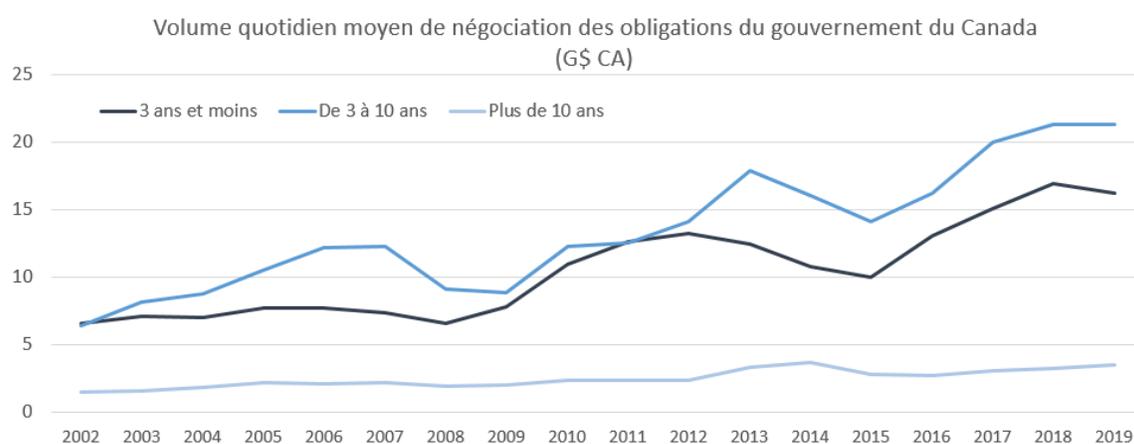
Fort de succès de la revitalisation du contrat CGF en décembre 2018, la Bourse estime que les conditions actuelles sont propices à une nouvelle tentative de développer le contrat CGZ compte tenu des éléments ci-après.

- Les participants au marché des titres à revenu fixe ne disposent d'aucun moyen d'accéder au segment des échéances de deux ans de la courbe des taux du Canada ni de couvrir leurs positions ou de tirer profit de prévisions relatives au marché par l'intermédiaire d'un marché à terme efficace.
- Le segment des échéances de deux ans de la courbe des taux du Canada connaît un fort volume de négociation sur le marché au comptant. Le volume de négociation d'obligations du gouvernement du Canada de moins de trois ans sur le marché secondaire représente environ 40 % du marché total des obligations du gouvernement du Canada.

- L'établissement d'un marché liquide du contrat à terme sur obligations de deux ans favorisera le développement des contrats CGF et CGB, ainsi que des BAX et, ultérieurement, des contrats à terme sur le taux CORRA. De plus, un marché liquide du contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de deux ans comblera l'écart entre les produits à court terme et les contrats sur obligations de cinq ans (CGF) – une échéance charnière dans la courbe. Il permettra ainsi la mise en œuvre de multiples stratégies de négociation portant sur les contrats à terme sur titres à revenu fixe de la Bourse.
- Depuis les cinq dernières années, les contrats à terme sur obligations du Trésor américain qui connaissent la croissance la plus rapide, autant sur le plan du volume que de l'intérêt en cours, sont les contrats à terme sur obligations du Trésor américain de deux ans.

Selon les statistiques de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (« OCRCVM »), la valeur du volume quotidien moyen de négociation des obligations du gouvernement du Canada de moins de trois ans dépasse les 16 milliards de dollars canadiens. Ce chiffre a doublé au cours des dix dernières années.

Figure 2 : Volume quotidien moyen de négociation des obligations du gouvernement du Canada



Source : Statistiques de l'OCRCVM

Tableau 2 : Volume quotidien moyen de négociation des obligations du gouvernement du Canada en 2019 (valeur et pourcentage)

3 ans et moins	De 3 à 10 ans	Plus de 10 ans
16,24 G\$ (40 %)	21,28 G\$ (52 %)	3,48 G\$ (8 %)

Source : Statistiques de l'OCRCVM

Par ailleurs, dans le cadre de ses démarches récentes de développement des affaires, la Bourse a constaté que les participants au marché voyaient d'un très bon œil une éventuelle revitalisation du contrat CGZ. L'intérêt exprimé aussi tôt pour la négociation du produit et la création de partenariats est encourageant. Comme la plupart des clients cibles (intervenants du côté acheteur, pupitres des banques, négociateurs pour compte propre, etc.) négocient déjà les

contrats CGF et CGB, nous ne voyons aucun facteur important qui les empêcherait d'intégrer le contrat CGZ dans leurs pratiques de gestion de portefeuille.

b. Objectifs

La Bourse propose de rétablir le contrat à sa valeur nominale de 100 000 \$ CA d'obligations du gouvernement du Canada afin d'atteindre les objectifs suivants :

- permettre la mise en œuvre de SIG impliquant des contrats CGF et CGB;
- abaisser la valeur de l'échelon de cotation à 5 \$ CA (0,005 = 5 \$ CA) pour accroître le degré de précision des prix des ordres;
- mieux adapter le produit aux besoins des petits participants au marché en accroissant le degré de précision des opérations de négociation et de couverture;
- harmoniser la valeur nominale sous-jacente du contrat avec celle des contrats à terme sur obligations d'État de deux ans en euros (Euro-Schatz) et en livres sterling (Short Gilts) et des contrats à terme sur obligations du Trésor du Commonwealth de trois ans en dollars australiens.

Le but principal est d'améliorer le fonctionnement du marché canadien des dérivés et de mieux servir les intérêts de ses participants. Plus précisément, la relance du contrat CGZ permettrait :

- d'accroître l'efficacité du marché par l'ajout d'un produit inscrit sur taux canadiens, permettant aux clients de mettre en œuvre de multiples stratégies de négociation (aux fins de spéculation et de couverture);
- d'établir une solution de rechange transparente en bourse au marché hors cote des produits sur taux d'intérêt canadiens de deux ans;
- de consolider et d'élargir la gamme de produits sur titres à revenu fixe de la Bourse;
- de promouvoir des produits négociés en bourse transparents qui font l'objet d'une surveillance et d'un soutien réglementaires;
- d'accroître la diversité de produits et d'élargir le bassin de négociateurs au profit du marché entier.

c. Analyse comparative

Comme le démontre le tableau 6, plusieurs des principaux contrats à terme étrangers sur obligations d'État à court terme ont une valeur nominale qui représente 100 000 unités de la monnaie locale, ce qui correspond à la valeur que propose la Bourse. La valeur de l'échelon de cotation du contrat CGZ équivaldrait alors à 5 \$ CA. Sans égard au type de monnaie, ce montant est semblable à celui de l'Euro-Schatz, un contrat qui fonctionne bien⁵.

⁵ En 2019, le contrat a enregistré un volume quotidien moyen de 355 639 contrats et un intérêt en cours de 1 342 874 contrats.

Tableau 3 : Comparaison entre contrats à terme sur obligations d'État à court terme, 2019

Bourse (contrats à terme)	Valeur nominale du contrat	Taille et valeur de l'échelon de cotation du contrat
MX (CGZ)	En vigueur : 200 000 \$ CA de valeur nominale d'une obligation du gouvernement du Canada Proposition : 100 000 \$ CA de valeur nominale d'une obligation du gouvernement du Canada	En vigueur : 0,005 = 10 \$ CA Proposition : 0,005 = 5 \$ CA
CME (contrat à terme sur obligations du Trésor américain de 2 ans)	200 000 \$ de valeur nominale d'obligations du Trésor américain à l'échéance	(1/8) de (1/32) d'un point = 7,8125 \$
EUREX (Euro-Schatz)	100 000 € de valeur nominale d'instruments de créance à court terme émis par la République fédérale d'Allemagne, la République italienne, la République française, le Royaume d'Espagne ou la Confédération suisse	0,005 = 5 €
ICE (Short Gilt)	100 000 £ de valeur nominale d'obligations d'État britanniques à court terme	0,01 = 10 £
ASX (contrat à terme sur obligations de 3 ans en \$ AU)	100 000 \$ AU de valeur nominale d'obligations du Trésor du Commonwealth	0,005 = environ 15 \$ AU par contrat (variable en fonction des taux d'intérêt)

Source : Sites Web des bourses

d. Analyse des incidences

i. Incidences sur le marché

Comme le produit n'a fait l'objet d'aucune activité au cours des dernières années, les incidences sur le marché devraient être minimales. La modification proposée de la valeur nominale du contrat CGZ devrait rehausser l'attrait du produit, surtout parce que, comme il a été mentionné plus tôt, elle permettrait la mise en œuvre de SIG impliquant d'autres contrats à terme liquides sur obligations du gouvernement du Canada (notamment les contrats CGF et CGB). Cette caractéristique est propice à la revitalisation du produit, puisqu'elle devrait contribuer à la liquidité initiale du produit. De plus, les participants au marché souhaitent pouvoir exécuter des SIG sur l'ensemble des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada inscrits à la Bourse, puisque ces stratégies leur procurent une foule d'avantages, dont :

- la capacité de mettre en œuvre des stratégies à plusieurs composantes portant sur différents groupes d'instruments;
- l'élimination du risque d'exécution lors de la mise en œuvre de stratégies à plusieurs composantes : l'exécution d'aucune composante de la stratégie sans que toutes les composantes soient exécutées selon les prix et les ratios indiqués;
- l'interaction du registre des stratégies avec le registre des ordres simples ordinaires par l'intermédiaire de la fonctionnalité d'établissement de prix implicites, ce qui améliore le taux d'exécution et la liquidité générale à l'égard des opérations simples et des stratégies.

La modification proposée réduirait également la valeur de l'échelon de cotation, qui passerait de 0,005 = 10 \$ CA à 0,005 = 5 \$ CA. Cela améliorerait le caractère concurrentiel du produit par rapport aux obligations de deux ans du marché au comptant et à d'autres produits similaires du marché hors cote. La réduction de la valeur de l'échelon de cotation augmenterait l'efficacité du contrat sur le plan des coûts de couverture. Un échelon moindre réduit les décalages (la différence entre le prix attendu d'une opération et le prix d'exécution de celle-ci), de sorte que tous les participants au marché bénéficient d'un degré de précision accru des prix. La Bourse exerce ses activités dans un environnement où la concurrence est forte (avec les marchés hors cote); ainsi, la valeur de l'échelon de cotation d'un contrat à terme est un élément déterminant du succès de celui-ci. Le contrat CGZ devient peu intéressant si cette valeur est trop élevée et que les produits concurrents présentent des écarts acheteur-vendeur beaucoup plus serrés. Par conséquent, la réduction de la valeur de l'échelon de cotation améliorera la rentabilité et l'exécution des opérations sur les contrats pour les participants au marché.

Les limites de position applicables aux contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada inscrits à la Bourse reposent sur l'encours des obligations des paniers de livrables. Compte tenu de la méthode de calcul des limites de position applicables à un contrat, la modification proposée de la valeur nominale du contrat CGZ entraînera une augmentation des limites de position publiées à l'égard de celui-ci. Il convient de noter que les limites de position applicables à l'ensemble des mois d'échéance sont publiées au début de chaque mois et que les limites de position applicables au premier mois d'échéance sont publiées juste avant le début de chaque mois de livraison (mars, juin, septembre et décembre).

Les participants au marché questionnés sont au courant de ces incidences et celles-ci ne devraient pas les empêcher de négocier le contrat et de maintenir la position voulue en fonction de leurs différentes stratégies.

ii. Incidences sur les systèmes technologiques

La modification proposée ne devrait avoir aucune incidence sur les systèmes technologiques de la Bourse, de la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (la « CDCC »), des participants agréés, des fournisseurs de logiciels indépendants ou encore de tout autre participant au marché. La Bourse n'a relevé aucun obstacle, que ce soit de nature technique, opérationnelle ou autre, à la mise en œuvre de la modification proposée. À mesure que le contrat CGZ fera des adeptes, la Bourse pourrait inscrire de nouvelles stratégies sur la courbe des taux, ce qui pourrait nécessiter du développement technologique et inciter un nombre accru de fournisseurs de produits et services technologiques à créer de nouvelles fonctionnalités de négociation.

iii. Incidences sur les fonctions réglementaires

Exception faite des changements touchant les limites de position publiées à l'égard du contrat CGZ, la modification proposée ne devrait avoir aucune incidence sur les fonctions réglementaires de la Bourse.

iv. Incidences sur les fonctions de compensation

La modification proposée exigera une modification similaire des Règles de la CDCC en raison de la nouvelle valeur nominale du contrat CGZ.

v. Intérêt public

La Bourse est d'avis que la modification proposée n'est pas contraire à l'intérêt public. En fait, le public et les participants au marché demandent généralement à ce que les Règles soient claires et conformes aux pratiques exemplaires des autres bourses de dérivés à l'échelle mondiale.

La proposition de la Bourse devrait susciter une hausse du volume de négociation étant donné qu'elle permettra d'offrir aux participants au marché un contrat amélioré. 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 la modification proposée est dans l'intérêt du public, puisqu'elle augmentera l'efficacité du contrat CGZ, permettant aux participants au marché d'améliorer leurs pratiques en matière de négociation et de couverture.

IV. PROCESSUS

La modification proposée et la présente analyse doivent être approuvées par le Comité de règles et politiques de la Bourse et soumises à l'Autorité des marchés financiers, conformément à la procédure d'autocertification réglementaire, et à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, à titre informatif. Après avoir été soumise aux commentaires du public, la modification proposée entrera ensuite en vigueur de façon immédiate.

V. DOCUMENTS EN ANNEXE

Modification proposée des Règles.

Chapitre B - Contrats à Terme sur Obligations du gouvernement du Canada de deux ans

Article 12.100 Valeur Sous-Jacente

La Valeur Sous-Jacente est ~~2~~100 000\$ de valeur nominale d'une Obligation du gouvernement du Canada avec un coupon notionnel de 6%.

Version propre

Chapitre B - Contrats à Terme sur Obligations du gouvernement du Canada de deux ans

Article 12.100 Valeur Sous-Jacente

La Valeur Sous-Jacente est 100 000\$ de valeur nominale d'une Obligation du gouvernement du Canada avec un coupon notionnel de 6%.