



**Bourse  
de Montréal Inc.**

<input checked="" type="checkbox"/>	Négociation - Dérivés sur taux d'intérêt	<input checked="" type="checkbox"/>	Back-office - Options
<input checked="" type="checkbox"/>	Négociation - Dérivés sur actions et indices	<input checked="" type="checkbox"/>	Technologie
<input checked="" type="checkbox"/>	Back-office - Contrats à terme	<input checked="" type="checkbox"/>	Réglementation
		<input type="checkbox"/>	MCeX

Le 4 novembre 2008

## **OPTIONS SUR ACTIONS ET SUR INDICES**

### **MODIFICATIONS AUX PROCÉDURES RELATIVES À L'EXÉCUTION D'APPLICATIONS ET D'OPÉRATIONS PRÉ-ARRANGÉES ET À L'ARTICLE 6380 DES RÈGLES DE LA BOURSE**

Le Comité de règles et politiques de Bourse de Montréal Inc. (la Bourse) et l'Autorité des marchés financiers (l'AMF) ont approuvé des modifications aux Procédures relatives à l'exécution d'applications et à l'exécution d'opérations pré-arrangées et à l'article 6380 des règles de la Bourse.

Ces modifications permettront aux participants du marché d'exécuter des applications et des opérations pré-arrangées (AOPA) sur des options sur actions pour une quantité de 100 contrats ou plus ou sur des options sur indices pour une quantité de 50 contrats ou plus sans délai d'affichage. Toutefois, les participants du marché qui désirent effectuer une AOPA sur option sur action ou sur option sur indice, doivent s'assurer que tous les ordres au registre central des ordres, dont les prix limites sont plus avantageux ou égaux au prix de l'AOPA, soient exécutés avant de conclure ladite opération.

Tous les participants du marché qui exécutent des AOPA de moins de 100 contrats d'options sur actions ou de moins de 50 contrats d'options sur indices devront respecter un délai de 5 secondes avant d'exécuter l'AOPA. De plus, les participants du marché pourront exécuter des AOPA sur des options uniquement selon les intervalles de prix établis par la Bourse.

Les modifications aux procédures et à l'article 6380 des règles de la Bourse entreront en vigueur le lundi 10 novembre 2008. Vous trouverez ci-joints les nouvelles Procédures relatives à l'exécution d'applications et à l'exécution d'opérations pré-arrangées et l'article 6380 (3) modifié.

Circulaire no : 211-2008  
Modification no : 009-2008

Les modifications réglementaires dont il est question ont fait l'objet d'une sollicitation de commentaires publiée par la Bourse le 29 mai 2007, circulaire no. 089-2007. Suite à cette sollicitation, la Bourse a reçu des lettres de commentaires. Tel que demandé par l'AMF lors de la mise en vigueur d'une modification réglementaire, la Bourse doit publier un sommaire des commentaires reçus ainsi que les réponses à ces commentaires. Vous trouverez donc en annexe de la présente circulaire le sommaire en question ainsi que les réponses de la Bourse aux commentaires reçus.

Pour plus de renseignements, veuillez communiquer avec les Opérations de marchés (options) sans frais au 1 888 693-6366 ou au 514 871-7871.

Joëlle Saint-Arnault  
Vice-présidente, Affaires juridiques

**PROCÉDURES RELATIVES À L'EXÉCUTION D'APPLICATIONS  
ET À L'EXÉCUTION D'OPÉRATIONS PRÉ-ARRANGÉES**

Conformément aux dispositions de l'article 6380 des Règles de Bourse de Montréal Inc. (la Bourse) concernant les applications et opérations pré-arrangées, les produits admissibles, les délais prescrits entre la saisie de deux ordres et les seuils de quantité minimale sont les suivants.

<b>PRODUITS ADMISSIBLES</b>	<b>DÉLAI PRESCRIT</b>	<b>SEUIL DE QUANTITÉ MINIMALE</b>
<b>Contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois (BAX) :</b>		
Quatre premiers mois d'échéance du cycle trimestriel, sans compter les mois d'échéance rapprochés	5 secondes	Pas de seuil
Autres mois d'échéance et stratégies	15 secondes	Pas de seuil
<b>Contrats à terme 30 jours sur le taux « repo » à un jour (ONX) :</b>		
Mois initial	5 secondes	Pas de seuil
Autres mois d'échéance et stratégies	15 secondes	Pas de seuil
<b>Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada :</b>		
Tous mois d'échéance et stratégies	5 secondes	Pas de seuil
<b>Contrats à terme sur indice S&amp;P Canada 60 (SXF) :</b>		
Tous mois d'échéance	0 seconde	≥ 100 contrats
Tous mois d'échéance et stratégies	5 secondes	< 100 contrats
<b>Contrats à terme sur unités d'équivalent en dioxyde de carbone (CO<sub>2</sub>e) :</b>		
Tous mois d'échéance et stratégies	5 secondes	Pas de seuil
<b>Options sur contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois (OBX) :</b>		
Tous mois d'échéance et stratégies	0 seconde	≥ 250 contrats
Tous mois d'échéance et stratégies	5 secondes	< 250 contrats

<b>PRODUITS ADMISSIBLES</b>	<b>DÉLAI PRESCRIT</b>	<b>SEUIL DE QUANTITÉ MINIMALE</b>
<b>Options sur actions et devises</b>		
Tous mois d'échéance	0 seconde	≥ 100 contrats
Tous mois d'échéance	5 secondes	< 100 contrats
<b>Options sur indices boursiers</b>		
Tous mois d'échéance	0 seconde	≥ 50 contrats
Tous mois d'échéance	5 secondes	< 50 contrats

La priorité chronologique des ordres doit être respectée en ce qui a trait à la saisie de l'ordre initial en premier lors de l'exécution d'une application ou d'une opération pré-arrangée.

Le participant au marché doit s'assurer que tous les ordres au registre central des ordres, quelque soit leur type, qui sont à des prix limites meilleurs ou égaux au prix de l'application ou de l'opération pré-arrangée soient exécutés avant de conclure ladite opération.

#### **Contrats d'options sur actions, d'options sur indices boursiers et d'options sur devises**

Les applications et les opérations pré-arrangées ne peuvent être exécutées que selon l'une des procédures ci-dessous:

#### **Procédure avec délai prescrit pour les quantités inférieures au seuil de quantité minimale**

Un participant au marché qui désire effectuer une application ou une opération pré-arrangée doit saisir l'ordre dans le système de négociation pour la quantité totale de l'opération envisagée. Par la suite, le participant doit respecter un délai égal au délai prescrit avant d'exécuter une opération de sens inverse pour la quantité résiduelle.

La **quantité résiduelle** est la portion de la quantité originale qui reste une fois que les ordres entrés au registre des ordres avec un prix limite plus avantageux ou égal au prix de l'opération envisagée ont été exécutés. S'il n'y a aucun ordre exécuté, la quantité résiduelle est égale à la quantité originale de l'opération envisagée.

#### **Procédure sans délai prescrit pour les quantités égales ou supérieures au seuil de quantité minimale**

Si le participant au marché désire exécuter une application ou une opération pré-arrangée à l'intérieur des cours acheteur et vendeur :

- le participant peut utiliser une fonction système particulière pour entrer l'application ou l'opération pré-arrangée sans délai d'affichage; ou
- le participant peut saisir un côté de l'ordre et négocier immédiatement contre ce dernier s'il désire qu'il soit exécuté directement dans le marché (avec la possibilité de risque d'exécution).

Note : Il n'est pas permis de cumuler des ordres pour atteindre le seuil de quantité minimale admissible.

### **Opération avec garantie d'exécution d'au moins 50%**

Si un participant au marché désire exécuter une application ou une opération pré-arrangée sur une stratégie, il doit communiquer avec un officiel du marché et donner les détails de l'opération envisagée soit : la quantité totale, le prix et le ou les côtés de l'opération sur le(s)quel(s) le participant au marché est tenu d'accorder une priorité.

Les mainteneurs de marché pourront participer à l'opération jusqu'à concurrence de 50 % de la quantité visée par ladite opération.

Le participant au marché pourra exécuter l'opération sur la quantité qui reste (au moins 50 % de la quantité plus toute quantité non prise sur le 50 % qui avait été offert aux mainteneurs de marché).

### **DIVERS**

Les produits admissibles, leur seuil de quantité minimale et délais respectifs seront modifiés de temps à autre pour tenir compte de l'évolution de l'environnement de négociation et des pratiques opérationnelles de la Bourse. Une circulaire sera diffusée par la Bourse chaque fois qu'une modification ou une révision est apportée à l'un ou l'autre de ces deux critères.

**6380 Discussions de prénégoiation, applications, opérations pré-arrangées et opérations en bloc**  
(25.09.00, 24.09.01, 29.10.01, 31.01.05, 10.11.08)

Aux fins de cet article, les termes aux présentes sont définis comme suit :

( ... )

**3) Opération pré-arrangée**

Une opération pré-arrangée est réputée avoir eu lieu lorsqu'un ou plusieurs participants agréés s'engagent dans des discussions de prénégoiation en vue de s'entendre sur les termes d'une opération avant d'inscrire les ordres dans le système de négociation électronique de la Bourse.

L'exécution d'applications et d'opérations pré-arrangées est permise par la Bourse si :

- i) elles portent sur des valeurs mobilières ou instruments dérivés admissibles;
- ii) les ordres portent sur des quantités supérieures ou égales au seuil de quantité minimale établi pour la valeur mobilière ou l'instrument dérivé en question;
- iii) le délai prescrit entre la saisie d'un ordre et de l'ordre de sens contraire est respecté;
- iv) les opérations sont exécutées conformément aux Procédures relatives à l'exécution d'applications et à l'exécution d'opérations pré-arrangées.

Les valeurs mobilières et instruments dérivés admissibles, les délais prescrits et les seuils de quantité minimale sont déterminés par la Bourse et publiés dans les Procédures relatives à l'exécution d'applications et d'opérations pré-arrangées.

Il est interdit d'utiliser la fonction « quantité cachée » du système de négociation électronique pour exécuter une application ou une opération pré-arrangée.

**COMMENTAIRES AU SUJET DES MODIFICATIONS PROPOSÉES À L'ARTICLE 6380 DES RÈGLES DE  
BOURSE DE MONTRÉAL INC.  
PROCÉDURES RELATIVES À L'EXÉCUTION D'APPLICATIONS ET À L'EXÉCUTION D'OPÉRATIONS  
PRÉ-ARRANGÉES**

Auteur des commentaires	Commentaires	Réponse aux commentaires
<p>RBC Marchés des Capitaux (RBC MC) :</p>	<p>RBC MC agit à titre de mainteneur de marché et de négociateur de marché (négociation à titre de contrepartiste et d'agent) et présente donc ses commentaires selon deux points de vue.</p> <p><b>Section D – Procédures proposées :</b></p> <p><b>1. Procédure pour les quantités inférieures au seuil de quantité minimale des modifications proposées</b></p> <p>Les mainteneurs de marché de RBC MC sont moins préoccupés par les délais prescrits, qui passent de 30 secondes à 5 secondes pour les ordres de taille inférieure au seuil de quantité minimale (notamment la réduction à un seuil de quantité minimale de 100 contrats). Toutefois, RBC-MC estime qu'un délai de 5 secondes constitue un très court laps de temps et considère qu'un délai de 10 à 15 secondes serait plus convenable que celui qui est proposé.</p> <p>Bien que ce segment du marché ne soit pas d'importance majeure pour le Groupe des produits structurés sur actions de RBC MC, qui se concentre sur la négociation d'options pour une clientèle institutionnelle, le Groupe est d'accord en principe avec les modifications proposées.</p> <p><b>2. Procédure pour les quantités égales ou supérieures au seuil de quantité minimale</b></p> <p>Les mainteneurs de marché de RBC MC sont préoccupés par les modifications proposées. RBC MC reconnaît que cette initiative est difficile de nature et que les conséquences seront différentes pour chaque unité d'affaires et segment du</p>	<p>La Bourse doit suivre l'évolution mondiale des marchés des options et ajuster les délais prescrits pour l'exécution d'applications et d'opérations pré-arrangées aux normes appliquées par les autres bourses. La norme dans les marchés américains est de 3 secondes. Le Chicago Board of Options Exchange (CBOE) a même récemment réduit ce délai à 1 seconde. La Bourse est d'avis que le délai proposé de 5 secondes est raisonnable et que la majorité des mainteneurs de marché disposent de la technologie nécessaire pour réagir à l'intérieur du délai prescrit.</p>

**COMMENTAIRES AU SUJET DES MODIFICATIONS PROPOSÉES À L'ARTICLE 6380 DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC. PROCÉDURES RELATIVES À L'EXÉCUTION D'APPLICATIONS ET À L'EXÉCUTION D'OPÉRATIONS PRÉ-ARRANGÉES**

Auteur des commentaires	Commentaires	Réponse aux commentaires
	<p>marché. La capacité d'accueillir un marché véritablement concurrentiel aux enchères est complexe en raison de la dépendance à l'égard des technologies différentes utilisées par les participants et, en particulier, en raison du déséquilibre dans l'information détenue par les acteurs.</p> <p>À l'échelon macroéconomique, les applications et les opérations pré-arrangées constituent un problème qui a été créé lorsque le marché des options s'est converti au modèle électronique en 2001. Comme il n'existait pas de moyen simple et efficace pour automatiser les processus entre les participants au marché, le personnel du service des opérations de marché de la Bourse devait intervenir dans l'exécution d'opérations essentiellement pour juger et allouer ces types d'opérations en utilisant les indications disponibles au moment de l'exécution et en s'efforçant de contacter les parties intéressées dans les meilleurs délais par téléphone. On prévoyait en 2001 qu'une solution électronique serait développée et mise en place dans un délai d'un an.</p> <p>La technologie sous-jacente a présenté d'énormes défis à mesure que s'est opérée la progression vers un marché électronique des options fonctionnant efficacement. La capacité technologique et les ressources nécessaires pour supporter le modèle électronique du marché des options sont substantielles surtout pour les mainteneurs de marchés actifs et les fournisseurs de liquidités, compte tenu de la forte augmentation des flux de données sur le marché. Ceci est tout à fait évident lorsqu'on travaille à gérer les marchés des actions sous-jacents et les marchés des options dérivées, en particulier lors de</p>	<p>Tel que le démontre la divergence des commentaires reçus, cette initiative a suscité des réactions différentes dépendamment des participants et de leur rôle dans le marché. Les commentaires de RBC MC sont la preuve que même au sein d'une firme, on peut être pour et contre les changements proposés. Contrairement au marché américain où l'on retrouve 7 modèles de marché différents, la Bourse ne peut avoir qu'un seul modèle visant à répondre aux attentes de tous ses participants.</p> <p>Le processus d'automatisation des applications et des opérations pré-arrangées et des stratégies n'a pu être développé au moment de la migration vers le modèle électronique à cause de contraintes technologiques de part et d'autre.</p> <p>Avec l'évolution du marché et l'augmentation du volume d'applications et d'opérations pré-arrangées, la Bourse a l'obligation de répondre adéquatement aux besoins des participants en automatisant ces procédures comme première étape dans le cadre d'une révision générale du modèle de marché.</p> <p>Il est à noter que ces modifications concernent uniquement les applications et opérations pré-arrangées à un seul segment. Ces opérations sont moins compliquées que les stratégies multi-segments ou les stratégies avec une composante en action qui ne subissent aucun changement et qui continueront d'être traitées manuellement.</p>

**COMMENTAIRES AU SUJET DES MODIFICATIONS PROPOSÉES À L'ARTICLE 6380 DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC. PROCÉDURES RELATIVES À L'EXÉCUTION D'APPLICATIONS ET À L'EXÉCUTION D'OPÉRATIONS PRÉ-ARRANGÉES**

Auteur des commentaires	Commentaires	Réponse aux commentaires
	<p>l'intégration des éléments d'une stratégie multi-segments dans ces applications ou opérations pré-arrangées. Ces opérations sont souvent tributaires des liquidités disponibles sur le marché des actions sous-jacent et les processus manuels requièrent une intégration des marchés menée de manière efficace. Dans une large mesure, le modèle de marché idéal ne cadre pas dans les limites de la technologie actuelle.</p> <p>Cette question a été révisée et des opinions ont été sollicitées à plusieurs reprises au fil des années, ce qui indique qu'elle demeure une question difficile à résoudre. Avec un véritable modèle compétitif de découverte des prix, tous les participants au marché auraient la possibilité de fournir de la liquidité sur la base de la même divulgation de l'information et auraient la possibilité d'effectuer une opération de couverture aux mêmes conditions que la partie initiatrice. Beaucoup d'opérations comportent plus d'un segment et dépendent souvent du niveau du marché des actions et de la liquidité de ce marché. Par conséquent, une divulgation complète et en temps opportun de l'information est essentielle pour assurer une attribution équitable. L'inadéquation de l'information et de la synchronisation entraîne des divergences dans les niveaux de couverture et de liquidités disponibles, et, par conséquent, dans l'intérêt envers ces opérations. Dans certains cas d'applications et d'opérations pré-arrangées, des couvertures en delta neutre n'ont pas été divulguées ou ont été présentées à des niveaux hors marché en raison de contraintes de synchronisation liées à l'exécution des opérations, ou pour décourager la participation.</p> <p>Il est possible qu'au fil des ans, l'intention</p>	

**COMMENTAIRES AU SUJET DES MODIFICATIONS PROPOSÉES À L'ARTICLE 6380 DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC. PROCÉDURES RELATIVES À L'EXÉCUTION D'APPLICATIONS ET À L'EXÉCUTION D'OPÉRATIONS PRÉ-ARRANGÉES**

Auteur des commentaires	Commentaires	Réponse aux commentaires
	<p>inhérente au modèle de marché ait été mal interprétée. Il semble que les participants choisissent le côté de l'opération à présenter sur le marché comme étant le « côté garanti ». À notre avis, toutes les obligations de présenter le côté du client et les vérifications à l'égard de la véritable nature du côté du client de l'opération semblent ne pas avoir été strictement appliquées, et cela peut avoir réduit l'objectif initial de la règle relative aux opérations d'applications et d'opérations pré-arrangées. En outre, on a souvent présenté aux mainteneurs de marché uniquement la possibilité de vendre sur leur propre cours acheteur ou d'acheter sur leur propre cours vendeur en raison de cette anomalie de marché. Les mainteneurs de marché de RBC MC considèrent qu'il s'agit d'une des principales raisons pour lesquelles les statistiques sous-jacentes à la présente proposition sont biaisées quant à certains aspects.</p> <p>Les mainteneurs de marché de RBC MC ont certaines inquiétudes à l'égard de l'équité de cette proposition envers tous les participants du marché, en raison d'un déséquilibre de l'information et de l'incapacité de la technologie actuelle d'afficher la profondeur de multiples marchés. La proposition bloque en grande partie toute participation dans les opérations autres que celles déjà divulguées sur le marché, même lorsque l'opération se produit en dehors du cours actuel du marché. RBC MC est également quelque peu préoccupée par l'analyse statistique sur laquelle les conclusions de la Bourse sont fondées, compte tenu de l'opération de la méthodologie d'applications utilisée antérieurement par la Bourse. Ce sujet inquiète les mainteneurs de marché de</p>	<p>Les procédures de la Bourse sont très claires à ce sujet :</p> <p><i>« La priorité chronologique des ordres doit être respectée en ce qui a trait à la saisie de l'ordre initial en premier lors de l'exécution d'une application ou d'une opération pré-arrangée ».</i> Il est de la responsabilité du participant de respecter ces procédures. Le Service des Opérations de Marché réfèrera à la Division de la réglementation de la Bourse tous les cas suspects et toute plainte relative à la non-conformité avec ces procédures. La Division de la réglementation verra à mener une enquête et, le cas échéant, à sanctionner les contrevenants.</p> <p>La Bourse travaille à une modification de système qui donnera aux mainteneurs de marché la possibilité d'afficher des messages à cotes multiples.</p> <p>Contrairement à ce que pourrait laisser croire le</p>

**COMMENTAIRES AU SUJET DES MODIFICATIONS PROPOSÉES À L'ARTICLE 6380 DES RÈGLES DE  
BOURSE DE MONTRÉAL INC.  
PROCÉDURES RELATIVES À L'EXÉCUTION D'APPLICATIONS ET À L'EXÉCUTION D'OPÉRATIONS  
PRÉ-ARRANGÉES**

Auteur des commentaires	Commentaires	Réponse aux commentaires
	<p>RBC MC, en particulier en ce qui concerne les intérêts divergents entre les groupes de marché à l'égard des interventions sur le marché et à l'égard des exigences relatives à la meilleure exécution possible des opérations de clients. RBC MC est d'avis que les modifications proposées procurent un avantage informationnel et tactique considérable à un segment du marché au détriment des autres segments et qu'elles pourraient ne pas aboutir à un marché optimal.</p> <p>Les mainteneurs de marché de RBC-MC croient qu'une meilleure proposition consisterait à élaborer un modèle électronique amélioré comportant des possibilités pour les opérations multi-segments, modèle qui provoquerait, divulguerait et permettrait un temps de réaction à l'intérieur de certaines limites d'enchères et de paramètres, ce qui entraînerait une participation élargie. Ce modèle incluerait la possibilité d'ajouter de la liquidité en dehors du meilleur marché actuel si le prix d'exécution proposé est à l'extérieur des cours actuels. RBC MC est d'avis que la fonctionnalité de demande de cotation (« RFQ ») est un élément important dans le processus de création de liquidité et de découverte des prix au moment et là où cela s'avère nécessaire. Cela permettrait de traiter les plaintes de l'investisseur institutionnel à l'égard du processus actuel jugé lourd et inefficace pour l'exécution d'opérations lorsque les marchés sont volatiles et les couvertures sont en mouvement, obligeant ainsi tous les participants à réagir rapidement ou à ne pas réagir du tout. Quel que soit le processus choisi, une surveillance et une mise en application accrues sont nécessaires, puisque l'exécution de stratégies d'options</p>	<p>commentaire de RBC MC, les mainteneurs de marché pourront participer lorsque l'opération se produit en dehors du cours actuel du marché s'ils cotent des cours plus avantageux ou équivalents au cours de l'opération.</p> <p>Le développement d'un système électronique pour les stratégies multi-segments est un des projets que la Bourse examine dans la prochaine étape de l'évolution de son modèle de marché. Quant à la fonctionnalité de demande de cotation (RFQ), elle est de moins en moins utilisée puisqu'elle ne diffuse pas toute l'information nécessaire pour négocier.</p>

**COMMENTAIRES AU SUJET DES MODIFICATIONS PROPOSÉES À L'ARTICLE 6380 DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC. PROCÉDURES RELATIVES À L'EXÉCUTION D'APPLICATIONS ET À L'EXÉCUTION D'OPÉRATIONS PRÉ-ARRANGÉES**

Auteur des commentaires	Commentaires	Réponse aux commentaires
	<p>(définies différemment d'une simple opération sur une option) constitue un très grand pourcentage de ces types d'opérations et n'est pas en voie de changer à la suite de la proposition déposée.</p> <p><b>Le Groupe des produits structurés sur actions de RBC MC se réjouit des modifications proposées à la lumière des deux points principaux suivants :</b></p> <p>1) La réticence des courtiers à fournir des capitaux importants pour faciliter des opérations de clients institutionnels en raison de l'incertitude que présentent les procédures en vigueur – c'est-à-dire que, dans le système actuel, un courtier qui accepte de prendre l'autre côté d'une opérations d'un client n'a pas de certitude quant à la quantité résiduelle de l'opération qu'il restera une fois que les mainteneurs de marché auront exercé leur option d'accepter ou de refuser jusqu'à 50 % de l'opération. Le modèle actuel expose surtout les négociateurs de marchés à des risques importants dans les situations où les mainteneurs de marché participent à l'opération initiale d'un client (par exemple, le client vend 2 000 options d'achat ABC, les mainteneurs de marché en achètent 1 000, le négociateur de marché en achète 1 000), mais ne participent pas à fournir de la liquidité dans des opérations client liquidatives (par exemple, le client achète 2 000 options d'achat ABC pour les liquider, les mainteneurs de marché ne participent pas, le négociateur de marché doit en vendre 2 000). Dans ces scénarios qui se produisent fréquemment étant donné la dynamique risque-gain généralement faible des opérations de liquidation (souvent à court terme de nature, comportant très peu de prime/delta, ou</p>	<p>L'objectif des modifications proposées est justement de pallier ces inconvénients et inefficacités.</p>

**COMMENTAIRES AU SUJET DES MODIFICATIONS PROPOSÉES À L'ARTICLE 6380 DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC. PROCÉDURES RELATIVES À L'EXÉCUTION D'APPLICATIONS ET À L'EXÉCUTION D'OPÉRATIONS PRÉ-ARRANGÉES**

Auteur des commentaires	Commentaires	Réponse aux commentaires
	<p>encore à delta très élevé lorsque profondément en-dedans du cours et à forte exposition au risque sur couverture, tout particulièrement dans le cas d'opérations de client sans couverture), le négociateur de marché se retrouve en position vendeur ou acheteur pour une quantité équivalente à celle que le mainteneur de marché avait prise lors de l'opération initiale mais qu'il n'a pas réduite lors de l'opération de liquidation. Cette dynamique se traduit par des négociateurs de marché moins susceptibles de fournir de la liquidité lors d'opérations initiales en raison du risque qu'ils encourent de ne pas être en mesure d'aider leurs clients dans des opérations de liquidation.</p> <p>2) Les commentaires de clients institutionnels indiquent qu'il existe une confusion entourant la façon dont leurs opérations sont exécutées en bourse – c'est-à-dire que lorsqu'un client négocie 1 000 contrats et que l'opération est exécutée en une combinaison d'une application simple de 500 et de plusieurs autres petites applications, cela soulève du scepticisme parmi les clients. L'explication peut être source de confusion pour les clients et la réaction à une telle explication n'est pas positive car les clients ont tendance à penser que trop d'information est transmise aux participants de marché par cette procédure d'exécution. RBC MC se lance dans un programme visant à promouvoir les opérations d'options standardisées de la Bourse auprès de clients institutionnels basés aux États-Unis et considère qu'il s'agit d'un obstacle potentiel à l'égard de sa volonté d'attirer avec succès de nouvelles opportunités à la Bourse de Montréal.</p>	

**COMMENTAIRES AU SUJET DES MODIFICATIONS PROPOSÉES À L'ARTICLE 6380 DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC. PROCÉDURES RELATIVES À L'EXÉCUTION D'APPLICATIONS ET À L'EXÉCUTION D'OPÉRATIONS PRÉ-ARRANGÉES**

Auteur des commentaires	Commentaires	Réponse aux commentaires
<p>Timber Hill Canada Co.</p> <p>Jean-François Bernier, Vice-président</p>	<p>Au nom de Timber Hill Canada Co. (Ci-après THC), nous avons revu les modifications proposées à l'article 6380 de la Règle Six de la Bourse et nous pensons qu'elles représentent certainement un grand pas vers l'amélioration de la structure du marché et de l'efficacité des transactions à la Bourse. En ce qui concerne les préoccupations de THC, nous constatons que certains mainteneurs de marché, malgré leur titre, font peu pour améliorer la liquidité tout en profitant de droits égaux à l'égard des opérations sur stratégies et des applications.</p> <p>THC note toutefois que <i>cette proposition ne fait pas de distinction entre les activités de courtage et les opérations de facilitation des mainteneurs de marché.</i> Nous pouvons comprendre l'argumentation à l'égard des délais d'application de zéro seconde sur les applications des clients (en autant que les ordres qui restent soient assujettis à la protection de prix), mais lorsque la participation d'un mainteneur de marché est nécessaire, nous pensons que les ordres devraient être exposés au marché. Nous partons de l'hypothèse que tout mécanisme automatisé de découverte des prix peut être exécuté dans un délai de 3 secondes, d'une manière qui n'est pas incompatible avec les besoins des clients institutionnels et leurs courtiers pour des exécutions en temps voulu.</p> <p>Nous nous interrogeons sur l'objectif des statistiques de la Bourse à l'égard du nombre d'ordres par opposition au nombre de contrats à la section C.2. Dans le tableau figurant à l'Annexe 1, il est clair que seulement 2 % des ordres ont une taille supérieure à 100 contrats. Toutefois, <i>plus</i></p>	<p>La Bourse ne fait pas de distinction entre les applications clients/clients et celles impliquant la participation des mainteneurs de marché.</p> <p>La Bourse utilise un algorithme strict qui respecte la priorité prix/temps (PEPS) et ne se base sur aucune distinction entre les participants agréés pour donner une priorité additionnelle aux ordres. Tous les ordres dans le registre de la Bourse sont sujets à la protection du prix.</p> <p>THC indique que le taux de participation de 13 % des mainteneurs de marché dans les applications à un seul segment ne justifie pas le</p>

**COMMENTAIRES AU SUJET DES MODIFICATIONS PROPOSÉES À L'ARTICLE 6380 DES RÈGLES DE  
BOURSE DE MONTRÉAL INC.  
PROCÉDURES RELATIVES À L'EXÉCUTION D'APPLICATIONS ET À L'EXÉCUTION D'OPÉRATIONS  
PRÉ-ARRANGÉES**

Auteur des commentaires	Commentaires	Réponse aux commentaires
	<p><i>de 13 % des contrats négociés le sont dans des lots de 100 à 500 contrats. Cette proposition affecte potentiellement les opérations d'environ 1/7 du volume d'activité du marché. En outre, nous pensons que la statistique dans la section C.1 selon laquelle « le taux de participation des mainteneurs de marché dans les opérations d'application est de 13 % » est trompeuse. <b>Le simple fait que la participation soit généralement inférieure au taux garanti courant n'est pas une raison pour retirer le potentiel de participation.</b></i></p> <p>Nous voyons également d'autres possibilités d'amélioration ou, du moins, des points à éclaircir aux modifications proposées à la règle. Plus précisément :</p> <p><b>1. Les protections semblent insuffisantes à</b></p>	<p>retrait de la procédure actuelle qui garantit une participation de 50 % aux mainteneurs de marché pour les ordres de 100 contrats et plus. L'objectif initial de cette garantie de participation de 50 % dans les applications était de créer un incitatif supplémentaire à la réduction des frais dont bénéficient les mainteneurs de marché uniquement s'ils postent des cotations sur les classes qui leur sont assignées. Cette incitation n'a pas aidé la Bourse à fournir une couverture suffisante sur ses classes d'options, s'ajoutant à ce qui est mentionné dans le premier paragraphe de ce commentaire.</p> <p>La suppression de cette participation de 50 % des procédures s'applique uniquement aux applications et opérations pré-arrangées à un seul segment (« outright crosses ») et ne s'applique pas aux procédures relatives à l'exécution des stratégies d'options.</p> <p>La Bourse prévoit que la nouvelle procédure sera plus rapide, efficace et transparente pour les participants agréés que celle actuellement suivie.</p> <p>La procédure actuelle d'exécution des applications et opérations pré-arrangées de 100 contrats et plus est une procédure manuelle obsolète qui consiste en un système de contact téléphonique. Ce dernier est un processus long qui implique l'appel de tous les mainteneurs de marché cotant sur cette ligne en particulier et qui peut prendre un temps déraisonnable d'exécution, exposant l'opération de façon non délibérée au risque du marché.</p> <p>Avec l'évolution du système de négociation automatisé de la Bourse et dans un effort d'assurer aux participants des exécutions efficaces et transparentes, la Bourse a décidé de se départir des procédures d'intervention manuelles sur les applications et opérations pré-arrangées à un seul segment (« outright crosses »).</p>

**COMMENTAIRES AU SUJET DES MODIFICATIONS PROPOSÉES À L'ARTICLE 6380 DES RÈGLES DE  
BOURSE DE MONTRÉAL INC.  
PROCÉDURES RELATIVES À L'EXÉCUTION D'APPLICATIONS ET À L'EXÉCUTION D'OPÉRATIONS  
PRÉ-ARRANGÉES**

Auteur des commentaires	Commentaires	Réponse aux commentaires												
	<p><i>l'égard des mainteneurs de marché et des clients lorsqu'une application se négocie au travers (« trade through ») des meilleurs cours acheteur/vendeur.</i></p> <p>Citation tirée de la section D.1 :</p> <p>« b. Si le prix prévu par l'application ou l'opération pré-arrangée est sur ou à l'extérieur des meilleurs cours acheteur ou vendeur actuel de l'option, le participant au marché doit s'assurer que tous les ordres au registre central des ordres dont les prix limites sont plus avantageux ou égaux au prix de l'application sont exécutés avant de conclure ladite opération. »</p> <p>Pourquoi le participant au marché n'aurait-il pas l'obligation d'exécuter les ordres au prix de l'application? Utilisons un exemple comportant les conditions de marché suivantes :</p> <table border="1" data-bbox="289 1062 850 1213"> <thead> <tr> <th>Quantité</th> <th>Cours acheteur</th> <th>Cours vendeur</th> <th>Quantité</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>100</td> <td>1,00 \$</td> <td>1,05 \$</td> <td>10</td> </tr> <tr> <td>200</td> <td>0,90 \$</td> <td>1,10 \$</td> <td>100</td> </tr> </tbody> </table> <p>Supposons maintenant qu'un courtier représente un ordre institutionnel pour acheter 1 000 contrats à 1,10 \$ et que le courtier est disposé à exécuter le reste de l'ordre à 1,10 \$.</p> <p>D'après la règle, l'acheteur obtient une exécution de 10 contrats à 1,05 \$ et de 990 contrats à 1,10 \$, <b>même s'il était disposé à accepter une exécution à 1,10 \$ pour l'ensemble de son ordre.</b> L'amélioration du prix de son ordre est inférieure à 5 points de base. Pendant ce temps, le vendeur était immédiatement défavorisé par une transaction hors cours qui lui coûtait près de 5 points de pourcentage.</p> <p><b>Il n'existe aucune raison pour qu'un participant au marché ne doive ou ne</b></p>	Quantité	Cours acheteur	Cours vendeur	Quantité	100	1,00 \$	1,05 \$	10	200	0,90 \$	1,10 \$	100	<p>Une application ne peut pas se négocier au travers des meilleurs cours acheteur/vendeur. La procédure proposée précise comme suit :</p> <p>Si le prix prévu par l'application ou l'opération pré-arrangée est sur ou à l'extérieur des meilleurs cours acheteur ou vendeur actuel de l'option, le participant au marché doit s'assurer que <u>tous les ordres au registre central des ordres dont les prix limites sont plus avantageux ou égaux au prix de l'application sont exécutés avant de conclure ladite opération.</u></p> <p>Le premier exemple de THC concernant la méthode d'exécution d'application reflète la façon de faire actuelle de la Bourse, à la différence que le mainteneur de marché n'aura plus le temps de ré-afficher une cote au prix de l'application en cours.</p> <p>La Bourse est actuellement en processus d'examiner des modifications possibles au système qui permettront aux mainteneurs de marché d'avoir des cotes multiples ou en profondeur.</p> <p>Le deuxième exemple de THC suggère que tous les ordres exécutables dans le registre reçoivent le prix de l'application. Cette méthode n'est pas envisagée actuellement puisqu'elle requiert une programmation de grande envergure de la part de la Bourse. Des changements considérables devront être apportés au système pour qu'il puisse ajuster les ordres exécutables du registre (les ordres clients ainsi que ceux des mainteneurs de marché) afin de refléter le prix de</p>
Quantité	Cours acheteur	Cours vendeur	Quantité											
100	1,00 \$	1,05 \$	10											
200	0,90 \$	1,10 \$	100											

**COMMENTAIRES AU SUJET DES MODIFICATIONS PROPOSÉES À L'ARTICLE 6380 DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC.**  
**PROCÉDURES RELATIVES À L'EXÉCUTION D'APPLICATIONS ET À L'EXÉCUTION D'OPÉRATIONS PRÉ-ARRANGÉES**

Auteur des commentaires	Commentaires	Réponse aux commentaires
	<p><i>puisse accéder au prix d'application si l'opération est exécutée comme une opération simultanée.</i> Nous restons opposés à une règle qui désavantage les clients de détail ou les mainteneurs de marché et qui, dès lors, réduit l'incitation à fournir de la liquidité.</p> <p><b>2. Il est possible que cette proposition conduise à un flux de cotation beaucoup plus grand.</b> Suivant cet exemple, si un mainteneur de marché offre 10 contrats à 1,05 \$, il n'est pas déraisonnable de s'attendre à ce qu'il puisse obtenir un intérêt supplémentaire à 1,10 \$. En vertu des conventions de cotation actuelles, il est peu probable que son intérêt futur soit affiché au registre (à notre connaissance, personne ne cote en registre profond « deep book »). <i>Si le prix des opérations était fixé à 1,10 \$, l'affichage du mainteneur de marché de 1,05 \$ (et seulement ce mainteneur de marché) devrait être protégé, à la fois POUR LA TAILLE ET POUR LE PRIX, à 1,10 \$. Il devrait avoir au moins droit à un minimum de 10 contrats de plus à 1,10 \$, pour un total de 20 contrats, mais idéalement, il devrait avoir la possibilité de répondre à ce prix avec son intérêt total.</i> Afin d'assurer la vitesse d'exécution et de préserver l'anonymat, cette enquête et la réponse devraient être strictement électroniques et être exécutées dans un délai de 3 secondes ou moins. Les participants au marché qui précédemment avaient un cours vendeur à 1,10 \$ n'ont pas besoin de protection supplémentaire car ils obtiennent probablement la taille et le prix désirés et, par conséquent, sont bien accommodés. Sans cette fonctionnalité, notre flux de cotation s'accroîtrait de manière exponentielle, car nous serions forcés de coter et de mettre à jour des tailles et des</p>	<p>l'application en cours.</p> <p>La Bourse en a conclu que si les mainteneurs de marché peuvent coter en profondeur, ils auront la possibilité de participer à différents niveaux de prix.</p> <p>Comme l'indique le paragraphe précédent, la Bourse travaille à modifier le système pour permettre aux mainteneurs de marché d'avoir des cotes multiples ou en profondeur. La Bourse réalise que cette nouvelle procédure augmentera le flux de cotation et elle sera en mesure d'assurer ce type de solution aux mainteneurs de marché.</p>

**COMMENTAIRES AU SUJET DES MODIFICATIONS PROPOSÉES À L'ARTICLE 6380 DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC. PROCÉDURES RELATIVES À L'EXÉCUTION D'APPLICATIONS ET À L'EXÉCUTION D'OPÉRATIONS PRÉ-ARRANGÉES**

Auteur des commentaires	Commentaires	Réponse aux commentaires
	<p>prix multiples afin de nous protéger des transactions hors cours.</p> <p><b>3. La façon de protéger les mainteneurs de marché à l'égard des opérations à l'intérieur du meilleur cours acheteur/vendeur n'est pas clairement établie.</b> Dans l'exemple ci-dessus, que ce passe-t-il s'il s'agit d'un marché coté en cents et que l'application s'exécute à 1,04 \$? S'il s'agit d'un marché du nickel, que se passe-t-il si la facilitation s'exécute à 1,025 \$? Le comportement serait-il différent pour une exécution de client à client d'une exécution de client à firme? Nous devons retenir nos commentaires sur cette partie de la proposition jusqu'à ce que les détails soient disponibles.</p> <p>À titre d'entreprise, THC préconise activement des modifications à la règle et des applications technologiques qui amélioreront la vitesse et la transparence des exécutions, mais elle reconnaît que l'intégrité du marché et l'accessibilité à ce marché doivent être maintenues. La forme actuelle de cette proposition accroît certainement la vitesse et l'efficacité des opérations, mais la règle doit être modifiée afin de protéger les ordres de clients de détail et les mainteneurs de marché qui fournissent de la liquidité utile au marché. En particulier, elle rend floue la distinction entre les applications du client et la facilitation du courtier et fournit une protection insuffisante pour les ordres restants, que ce soit des clients de détail ou des mainteneurs de marchés qui fournissent la liquidité sur une base continue.</p> <p>Nous pensons que cette proposition est digne d'intérêt et qu'il est possible de l'améliorer afin de mieux répondre aux besoins de toutes les parties intéressées à la Bourse.</p>	<p>Une application ou une opération pré-arrangée pourra avoir lieu à l'intérieur des meilleurs cours acheteur/vendeur et ce, sans la participation des mainteneurs de marché. THC utilise le terme « protection » en parlant des opérations à l'intérieur des meilleurs cours acheteur/vendeur. La Bourse utilise le terme « participation ».</p> <p>Actuellement, les mainteneurs de marché ont la possibilité ou l'opportunité de participer aux opérations à l'intérieur des meilleurs cours acheteur/vendeur en tant qu'incitatif.</p> <p>Si un mainteneur de marché cote une application sur une ligne en particulier au prix de l'application en cours, le système de négociation ne pourra pas exécuter l'application en question sans exécuter l'ordre du mainteneur de marché par protection.</p> <p>Les mainteneurs de marché devront coter de façon efficace s'ils veulent participer aux applications.</p> <p>Au lieu de retirer une mesure protectionniste de ses procédures, la Bourse a plutôt retiré un incitatif pour les mainteneurs de marché.</p>

**COMMENTAIRES AU SUJET DES MODIFICATIONS PROPOSÉES À L'ARTICLE 6380 DES RÈGLES DE  
BOURSE DE MONTRÉAL INC.  
PROCÉDURES RELATIVES À L'EXÉCUTION D'APPLICATIONS ET À L'EXÉCUTION D'OPÉRATIONS  
PRÉ-ARRANGÉES**

Auteur des commentaires	Commentaires	Réponse aux commentaires
<p>TD Securities Inc.</p> <p>John Millet, Directeur général et Responsable désigné des contrats d'options</p>	<p>TD Securities Inc. appuie les modifications proposées aux règles de la Bourse relativement aux procédures d'application. En vertu des procédures en vigueur, le participant qui soumet l'opération est le dernier à connaître la quantité de l'application qu'il pourra transiger. Un grand nombre d'applications se fait sans la contrepartie en actions et le marché sous-jacent peut changer considérablement pendant le laps de temps nécessaire pour rapporter le seuil de participation au courtier soumettant l'application. Dans la plupart des cas, le courtier soumettant l'application est sélectionné négativement puisque les autres mainteneurs de marché utilisent leur allocation maximale si le marché sous-jacent a changé favorablement et ne l'utilisent pas s'il a changé de manière défavorable. Le système actuel peut entraîner des retards importants dans la divulgation du seuil exécuté, ce qui a des répercussions sur notre capacité à servir efficacement nos clients.</p> <p>TD Securities Inc. peut aussi être sélectionné négativement d'une autre manière. Lorsque nous soumettons une opération au marché où un client achète nos options, les autres mainteneurs de marché refusent la plupart du temps de participer (le marché préfère généralement détenir</p>	<p>L'objectif de ces modifications est justement de pallier ces inconvénients et inefficacités.</p>

**COMMENTAIRES AU SUJET DES MODIFICATIONS PROPOSÉES À L'ARTICLE 6380 DES RÈGLES DE  
BOURSE DE MONTRÉAL INC.  
PROCÉDURES RELATIVES À L'EXÉCUTION D'APPLICATIONS ET À L'EXÉCUTION D'OPÉRATIONS  
PRÉ-ARRANGÉES**

Auteur des commentaires	Commentaires	Réponse aux commentaires
	<p>une position acheteur sur une option). Lorsque le même client dénoue l'opération (vend), les mainteneurs de marché participent puisqu'ils sont en position acheteur. Il en résulte que bien que TD Securities Inc. assume la totalité du risque sur la première opération, elle ne bénéficie pas pleinement de l'opération en sens inverse lorsque le client dénoue l'opération. Si elle pouvait exécuter les deux volets de l'application, elle serait cependant en mesure de compenser les positions plutôt que d'être sélectionnés négativement sur un côté qui convient aux autres mainteneurs de marché.</p> <p>TD Securities Inc. a investi beaucoup de temps et de capitaux pour aider à l'élaboration du marché des opérations en bloc à l'égard des options d'actions canadiennes et demeure le leader du marché selon les statistiques de la Bourse de Montréal. Les modifications proposées dans les procédures encourageront TD Securities Inc. à continuer à investir dans la croissance de ce marché.</p>	
<p>CIBC Marchés Mondiaux</p> <p>David Waite, Equity and Commodity Structured Products</p>	<p>J'aimerais vous faire part de quelques commentaires et opinions provenant de négociateurs d'options sur action individuelle et d'options sur indice à la CIBC. Nous avons pris connaissance des changements proposés à l'article 6380 et nous en sommes très heureux, particulièrement de la règle du zéro seconde relativement aux applications. Du point de vue du négociateur, donner la moitié de l'opération d'un client aux mainteneurs de marché rend les affaires très difficiles. Essentiellement, les mainteneurs de marché prennent la moitié de toutes les opérations favorables et délaissent les mauvaises. De plus, lorsque le client dénoue une opération, les mainteneurs de marché peuvent</p>	<p>L'objectif de ces modifications est justement de pallier ces inconvénients et inefficacités.</p>

**COMMENTAIRES AU SUJET DES MODIFICATIONS PROPOSÉES À L'ARTICLE 6380 DES RÈGLES DE  
BOURSE DE MONTRÉAL INC.  
PROCÉDURES RELATIVES À L'EXÉCUTION D'APPLICATIONS ET À L'EXÉCUTION D'OPÉRATIONS  
PRÉ-ARRANGÉES**

Auteur des commentaires	Commentaires	Réponse aux commentaires
	s'abstenir de participer à l'opération de dénouement, laissant ainsi aux négociateurs les positions acheteur/vendeur sur options pour les opérations indésirables.	
Scotia Capital Angela Campbell et Nick Piquard, Analyste financier agrégé, Directeur Equity Derivatives Trading	Nous croyons que l'intégrité du marché dans son ensemble sera mieux servie par la mise en oeuvre de ces changements aux règles relativement aux applications. Le modèle actuel est inopportun et inefficace, en particulier pour les marchés plus fluides, puisque les négociateurs doivent attendre pour effectuer une opération de couverture d'être informés de la portion de la quantité de l'opération initiale qu'ils pourront négocier. Cette mesure donne aux mainteneurs de marché la flexibilité d'accepter ou de refuser une participation et la possibilité de négocier jusqu'à 50 % de l'opération. De plus, l'incertitude quant au nombre de contrats qui seront négociés crée des risques de synchronisation et de couverture excessifs. Les opérations à découvert deviennent la norme pour les clients institutionnels; ainsi, le modèle actuel crée des risques liés de synchronisation et de couverture. Il y a aussi le problème des clients institutionnels qui dénouent des positions existantes. Alors que le courtier devra présenter un seuil de dénouement à ses clients, les mainteneurs de marché qui ont participé à l'opération initiale ne participeront pas à son dénouement, laissant ainsi le courtier en situation de risque. Les changements proposés permettraient une exécution plus homogène des opérations de couverture et comportant un degré de certitude plus important. Nous croyons également qu'il y aurait une plus grande incitation à inscrire les titres hors bourse sur le marché des valeurs cotées, ce que nous croyons impératif à la Bourse de Montréal afin	L'objectif de ces modifications est justement de pallier ces inconvénients et inefficacités.

**COMMENTAIRES AU SUJET DES MODIFICATIONS PROPOSÉES À L'ARTICLE 6380 DES RÈGLES DE  
BOURSE DE MONTRÉAL INC.  
PROCÉDURES RELATIVES À L'EXÉCUTION D'APPLICATIONS ET À L'EXÉCUTION D'OPÉRATIONS  
PRÉ-ARRANGÉES**

<b>Auteur des commentaires</b>	<b>Commentaires</b>	<b>Réponse aux commentaires</b>
	d'attirer et d'accroître le flux d'opérations sur options des clients institutionnels.	