

**CIRCULAIRE 069-18**

Le 17 mai 2018

## **SOLLICITATION DE COMMENTAIRES**

### **MODIFICATION DE L'ARTICLE 6380 DE LA RÈGLE SIX DE BOURSE DE MONTRÉAL INC. VISANT À CLARIFIER LES SEUILS DE VOLUME MINIMAL APPLICABLES AUX TRANSACTIONS RÉALISÉES DANS LE CADRE DE STRATÉGIES D'OPÉRATIONS EN BLOC**

Le Comité des règles et politiques de Bourse de Montréal Inc. (la « **Bourse** ») a approuvé des modifications à l'article 6380 de la Règle Six de la Bourse visant à clarifier les seuils de volume minimal applicables aux transactions réalisées dans le cadre de stratégies d'opérations en bloc.

Les commentaires relatifs aux modifications proposées doivent nous être présentés au plus tard le **22 juin 2018**. Prière de soumettre ces commentaires à :

M<sup>e</sup> Alexandre Normandeau  
Conseiller juridique  
Bourse de Montréal Inc.  
Tour de la Bourse  
C.P. 61, 800, square Victoria  
Montréal (Québec) H4Z 1A9  
**Courriel : [legal@tmx.com](mailto:legal@tmx.com)**

Ces commentaires devront également être transmis à l'Autorité des marchés financiers (l'« **Autorité** ») à l'attention de :

M<sup>e</sup> Anne-Marie Beaudoin  
Secrétaire générale  
Autorité des marchés financiers  
800, square Victoria, 22<sup>e</sup> étage  
C.P. 246, Tour de la Bourse  
Montréal (Québec) H4Z 1G3  
**Courriel : [consultation-en-cours@lautorite.qc.ca](mailto: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 6380 DE LA RÈGLE SIX DE BOURSE DE MONTRÉAL INC. VISANT À  
CLARIFIER LES SEUILS DE VOLUME MINIMAL APPLICABLES AUX TRANSACTIONS RÉALISÉES  
DANS LE CADRE DE STRATÉGIES D'OPÉRATIONS EN BLOC**

**TABLE DES MATIÈRES**

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

## **I. RÉSUMÉ**

Bourse de Montréal Inc. (la « Bourse ») propose d'apporter des précisions en ce qui concerne les seuils de volume minimal applicables aux transactions réalisées dans le cadre de stratégies d'opérations en bloc visant des produits négociés à la Bourse. La Bourse estime qu'une plus grande transparence et que davantage de détails sont nécessaires pour mieux définir quels types de stratégies sont autorisés et quels sont les seuils de volume minimal applicables en pareils cas. Vu l'intérêt croissant pour sa gamme de produits dérivés, à savoir les contrats à terme et les options, de même que pour les services connexes à ceux-ci, la Bourse souhaite répondre plus adéquatement aux besoins des participants au marché en jetant une clarté nouvelle sur les processus régissant les opérations en bloc, et ce, afin de faciliter l'interprétation et l'exécution des transactions réalisées dans le cadre de stratégies d'opérations en bloc. En conséquence, la Bourse propose de modifier les règles régissant les opérations en bloc pour y inclure une segmentation par type de stratégies. Plus précisément, la Bourse souhaite introduire des seuils de volume minimal distincts pour les stratégies de types intragroupes, intergroupes (contrats à terme uniquement) et intergroupes (contrats à terme/options). Les modifications proposées auraient pour effet d'améliorer l'efficacité des processus de la Bourse régissant les opérations en bloc tout en facilitant leur harmonisation avec les normes internationales.

## **II. ANALYSE**

### **a. Contexte**

Pour les participants au marché, les opérations en bloc constituent un moyen pratique d'effectuer des opérations importantes sur un contrat ou un instrument stratégique spécifique à un prix prédéterminé. Ces opérations sont négociées à l'avance sur une base bilatérale entre contreparties (habituellement des négociateurs institutionnels ou de grandes entreprises commerciales), puis exécutées en marge du registre central d'ordres à cours limité (« RCOCL »). Une fois la convention hors bourse susmentionnée conclue, les opérations en bloc doivent être soumises à la Bourse à l'intérieur d'un délai prescrit aux fins de production de rapports. Les opérations en bloc doivent être soumises à la Bourse par téléphone, pour validation et saisie dans le système, de même que via le site Web de la Bourse<sup>1</sup> à des fins de documentation. Il importe de souligner que les opérations en bloc portant sur des produits négociés à la Bourse bénéficient des avantages découlant des services de compensation centralisée de la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (« CDCC »).

Pour l'heure, la Bourse permet d'effectuer des opérations en bloc sur des contrats individuels et dans le cadre de certaines stratégies (« stratégies d'opérations en bloc »). Toutefois, les règles offrent une approche uniforme, ce qui signifie que les critères et les procédures applicables sont les mêmes pour chaque type de stratégie. De plus, le libellé actuel est interprété de différentes façons par les participants au marché, ce qui n'est pas souhaitable pour la Bourse et pour le bon fonctionnement du marché.

---

<sup>1</sup> Formulaire de rapport d'opérations en bloc disponible au [https://www.m-x.ca/rob\\_formulaire\\_fr.php](https://www.m-x.ca/rob_formulaire_fr.php)

Extrait de l'article 6380 des Règles de la Bourse<sup>2</sup> : *Lorsque la stratégie d'opérations en bloc comporte la négociation de dérivés différents, ou des dérivés avec des mois d'échéance ou des primes différents, chaque dérivé composant la stratégie doit rencontrer le seuil de volume minimal le moins élevé.*

Après consultation auprès des principaux participants au marché, et sur la base des normes internationales connexes<sup>3</sup>, la Bourse est d'avis qu'il serait avantageux pour le marché de clarifier et d'ajouter des détails en ce qui concerne les seuils de volume minimal pour différents types de stratégies, ce qui permettrait d'améliorer l'efficacité des échanges.

Stratégies : La Bourse offre la possibilité de recourir à des stratégies pour effectuer des opérations impliquant plus d'un instrument dérivé. Il est possible de configurer les stratégies dans le système de la Bourse de manière à ce qu'elles soient traitées comme une seule opération, ce qui élimine le risque d'exécution associé à la réalisation d'opérations à plusieurs pattes. Les stratégies se divisent en deux groupes :

- Les stratégies intragroupes mettent en cause une combinaison de produits, issus d'un même groupe mais assortis d'échéances différentes (ex. : opération mixte calendaire sur contrats BAX, impliquant une position distincte sur deux contrats BAX d'échéances différentes). Les stratégies intragroupes représentent une partie importante des volumes négociés à la Bourse, les participants appréciant la facilité d'utilisation, particulièrement pour les stratégies sur écart dans le cadre desquelles un participant achète et vend simultanément deux mois d'échéance différents. Le tableau ci-dessous présente le pourcentage du volume de transactions attribuable à l'exécution de stratégies intragroupes portant sur les principaux produits négociés à la Bourse au cours des trois dernières années.

Tableau 1 : Volume annuel des stratégies intragroupes  
(en % du volume total par produit)

Produits	2015	2016	2017
BAX	47 %	42 %	40 %
CGF	27 %	29 %	12 %
CGB	21 %	20 %	22 %
SXF	54 %	62 %	69 %

Source : Bourse de Montréal

Il importe de relever que conformément à l'article 6380d 1) viii) des Règles de la Bourse, il est interdit d'exécuter une opération en bloc pour réaliser une stratégie de rotation du mois d'échéance (type de stratégies intragroupes)<sup>4</sup>. Les modifications proposées ne visent aucunement à modifier cette règle.

<sup>2</sup> [https://www.m-x.ca/f\\_regles\\_fr/06\\_fr.pdf](https://www.m-x.ca/f_regles_fr/06_fr.pdf)

<sup>3</sup> Voir l'analyse concurrentielle, section II c.

<sup>4</sup> Extrait tiré du manuel de référence des contrats à terme sur l'indice FTSE Marchés émergents.

- Les stratégies intergroupes mettent en cause une combinaison de produits issus de différents groupes (ex. : écart de taux CGF-CGB, reposant sur une position sur contrat CGF et une position sur contrat CGB). Les stratégies intergroupes ont été instaurées en 2012, mais les participants au marché en ont fait un usage modéré jusqu'à présent. Cela peut s'expliquer par une conjonction de facteurs, dont la convention de cotation régissant l'algorithme de calcul des stratégies intergroupes, laquelle fait l'objet d'explications plus détaillées à la sous-section b) ci-dessous. Le tableau ci-dessous présente certaines statistiques relatives à l'utilisation des stratégies intergroupes. Comme on peut le constater, les stratégies intergroupes peuvent reposer uniquement sur des produits à terme (ex. : les contrats CGF-CGB) ou encore sur une combinaison contrats à terme/options (contrats BAX-options OBX).

Tableau 2 : Volume annuel des stratégies intergroupes

Produits	2013	2014	2015	2016	2017
Stratégies BAX & OBX					
BAX	7 055	5 018	3 241	690	8 397
OBX	21 750	26 010	8 250	1 260	18 048
Stratégies CGB & CGF					
CGB	500	879	-	-	-
CGF	1 000	1 758	-	-	-

Source : Bourse de Montréal

La Bourse estime qu'à bien des égards les conditions actuelles du marché rendent attrayante l'exécution de nombreuses stratégies de négociation et de couverture reposant sur l'utilisation de produits négociés à la Bourse :

- volatilité accrue sur les marchés des actions et des titres à revenu fixe;
- contexte général propice à une augmentation des taux d'intérêt en Amérique du Nord;
- revitalisation attendue de la courbe de rendement (ex. : contrats CGF et LGB).

Ces facteurs, combinés aux demandes formulées par les participants au marché pour une clarté renouvelée en ce qui concerne les procédures applicables aux différents types de stratégies, ont amené la Bourse à proposer certaines modifications à ses règles.

#### **b. Description et analyse des incidences sur le marché**

La Bourse propose de faire une distinction entre les seuils de volume minimal pour les opérations en bloc, selon le type de stratégie utilisée, à savoir : intragroupe, intergroupe (contrats à terme uniquement) et intergroupe (combinaison contrats à terme/options). Le tableau ci-dessous présente un survol des différents types de stratégies et des seuils de volume minimal (proposés) qui s'y rapportent.

Tableau 3 : Segmentation proposée des opérations en bloc et description des critères applicables

Type d'opération en bloc	Critères applicables
Stratégies intragroupes	Chaque patte de la stratégie formée de dérivés doit uniquement respecter le seuil de volume minimal applicable le plus bas.
Stratégies intergroupes (contrats à terme uniquement)	Chaque patte de la stratégie formée de dérivés doit respecter le seuil de volume minimal qui lui est propre.
Stratégies intergroupes (combinaisons contrats à terme/options)	Somme des pattes de la stratégie : 2 000 contrats (pour les BAX/OBX) et 2 000 contrats (pour les CGB/OGB) Le volume de la patte formée d'options doit représenter au minimum 50 % de la somme de l'ensemble des pattes de la stratégie.

Pour les stratégies intragroupes, aucune modification ne serait apportée aux règles actuelles, les critères présentement en vigueur demeurant inchangés. Le seuil actuel est jugé approprié puisque les stratégies intragroupes (ex. : BAX reds et greens) se négocient habituellement sur la base d'un ratio de un pour un, ce qui signifie que la somme de chacune des pattes est essentiellement toujours la même.

Dans le cas des stratégies intergroupes (exception faite des stratégies sur contrats à terme/options), la Bourse propose que chaque instrument composant la stratégie respecte le seuil de volume minimal qui lui est propre, ce qui clarifie la règle et reflète son mode d'application actuel par le Service des opérations de marché. La Bourse estime que cette proposition est mieux adaptée à son marché étant donné les différents niveaux de développement atteints par ses divers produits.

Pour les stratégies intergroupes alliant contrats à terme/options (également appelées opérations Delta<sup>5</sup>), la modification proposée vise à établir un seuil de volume minimal pour l'ensemble de la stratégie et à imposer une quantité minimale à la composante de la patte formée d'options. Cela vise à tenir compte du fait que les combinaisons contrats à terme/options comportent ordinairement un nombre plus élevé d'options que de contrats à terme, bien que le ratio de quantité puisse varier considérablement d'une opération à l'autre. Dans le cas des stratégies d'opérations en bloc reposant sur une combinaison de contrats à terme et d'options, la Bourse estime que la prise en compte de la somme des pattes constitue le meilleur modèle pour tenir compte des spécificités des marchés sous-jacents. Les conditions de marché et de liquidité sont des concepts de grande importance dont il faut tenir compte pour déterminer les seuils de volume des opérations en bloc. Comme ceux-ci peuvent varier considérablement selon la combinaison contrats à terme/options envisagée, la Bourse préfère faire preuve de souplesse dans la détermination des seuils pour ces stratégies. Voilà pourquoi la Bourse ne propose aucune disposition générale en ce qui concerne les critères applicables. En revanche, la Bourse suggère plutôt l'élaboration d'une règle spécifique pour chaque combinaison contrats à terme/options

<sup>5</sup> Les opérations Delta servent souvent à décrire une stratégie d'options qui vise à couvrir le risque de fluctuation des prix associé au maintien d'une position dans l'actif sous-jacent.

(BAX/OBX et CGB/OGB), et ce, même si le seuil de volume minimal proposé de 2 000 contrats serait initialement le même pour les deux combinaisons. Le seuil minimal de 2 000 contrats pour les stratégies sur contrats à terme/options a été établi à la suite d'une consultation menée auprès des principaux participants au marché et est conforme au seuil de volume minimal applicable aux contrats OBX. La Bourse estime que ce niveau est approprié étant donné la structure actuelle des seuils de volume des opérations en bloc pour les dérivés sur titres à revenu fixe.

#### Incidence sur l'intégrité du marché

Les opérations en bloc étant négociées en marge des meilleurs cours acheteur et vendeur du registre central d'ordres à cours limité, le prix de l'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 et la conjoncture générale du marché. À la demande de la Bourse, le participant agréé qui effectue une opération en bloc doit démontrer de façon satisfaisante que celle-ci a été conclue en conformité avec les règles de la Bourse.

#### Incidence sur la transparence

La Bourse entend promouvoir l'utilisation du registre central d'ordres à cours limité 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. Ce mécanisme n'a pas pour objet de faire en sorte que ces opérations constituent une part importante du marché ou qu'elles deviennent courantes.

#### Spécificités des modifications proposées des stratégies sur contrats BAX et OBX

À l'heure actuelle, les participants peuvent exécuter des stratégies sur contrats BAX/OBX (y compris des stratégies impliquant des BAX whites<sup>6</sup>) au moyen de la fonctionnalité des stratégies intergroupes (« SIG ») de la Bourse. Toutefois, cette fonctionnalité (telle que proposée actuellement) n'est pas « conviviale » pour les participants au marché du fait que :

- le prix de cotation final n'est pas « intuitif » (un prix SIG est la somme de ses éléments constitutifs);
- cela crée de l'incertitude en ce qui concerne les prix des pattes individuelles (lorsqu'une transaction est exécutée, seul le prix SIG est garanti).

Cela a donné lieu à des plaintes de la part des participants pour lesquels il est de plus en plus incommodant d'exécuter des stratégies de négociation au moyen de la fonctionnalité de SIG (surtout pour les transactions sur contrats BAX/OBX et pour les stratégies à plusieurs pattes). En

---

<sup>6</sup> Les BAX whites font référence aux échéances de la première année des contrats.

clarifiant ses règles relatives aux stratégies d'opérations en bloc, la Bourse entend répondre aux besoins des participants actifs dans ces marchés, en particulier dans le contexte d'un marché réunissant les conditions favorables à la croissance des produits comme décrit ci-dessus.

Tableau 4 : Statistiques relatives aux stratégies intergroupes sur contrats BAX/OBX

Stratégies sur contrats BAX/OBX	2015	2016	2017
Nombre d'opérations	9	2	12 (toutes réalisées depuis juin)
Volume moyen de contrats BAX par opération	360	690	700
Volume moyen de contrats OBX par opération	917	1 260	1 504

Source : Bourse de Montréal

Les modifications proposées ne font pas de distinction entre les mois d'expiration des contrats BAX. Cela signifie que les contrats BAX admissibles aux stratégies d'opérations en bloc comprendraient dorénavant les contrats BAX whites, ces derniers ne pouvant être négociés au moyen d'opérations en bloc à la Bourse depuis 2007<sup>7</sup>. En procédant de la sorte, la Bourse entend répondre à un besoin spécifique du marché en ce qui a trait aux stratégies. Pour plus de certitude, en vertu des modifications proposées, la Bourse limiterait les possibilités d'opérations en bloc sur les BAX whites aux seules stratégies d'opérations en bloc (pourvu que ces stratégies répondent aux critères prescrits). Il importe de mentionner qu'il est déjà possible de négocier des BAX whites en marge du RCOCL au moyen d'opérations d'EFP (Exchange for Physical) ou d'EFR (Exchange for Risk). Toutefois, à l'instar des stratégies sur contrats BAX/OBX, ces transactions ne représentent qu'une infime fraction du marché BAX dans son ensemble.

Tableau 5 : Statistiques relatives aux opérations sur contrats BAX réalisées au moyen d'opérations d'EFP ou d'EFR

Opérations sur contrats BAX réalisées au moyen d'opérations d'EFP ou d'EFR	2015	2016	2017
Nombre d'opérations	50	17	95
Volume	50 827	31 533	123 374
Volume moyen par opération	1 017	1 855	1 299
<b>% du volume total des opérations sur contrats BAX</b>	<b>0,23 %</b>	<b>0,12 %</b>	<b>0,43 %</b>

Source : Bourse de Montréal

<sup>7</sup> [https://www.m-x.ca/f\\_circulaires\\_fr/091-07\\_fr.pdf](https://www.m-x.ca/f_circulaires_fr/091-07_fr.pdf)

Cela étant dit, la Bourse s'engage à suivre l'évolution de l'utilisation des stratégies d'opérations en bloc par les participants au marché pour s'assurer que les règles et procédures demeurent pertinentes pour le bon fonctionnement du marché.

En segmentant ses critères acceptables pour les opérations réalisées dans le cadre de stratégies d'opérations en bloc selon le type de stratégie employée, la Bourse considère que les modifications proposées demeurent conformes à son objectif de fournir aux participants au marché un mécanisme efficace d'établissement des prix et de couverture des opérations.

### c. Analyse comparative

Un survol des seuils de volume minimal pour les opérations en bloc pour différents types de stratégies réalisées par l'entremise de bourses internationales d'instruments dérivés figure au tableau 6 ci-dessous.

Tableau 6 : Analyse comparative internationale des règlements applicables aux stratégies d'opérations en bloc

Type de stratégies	MX (Proposition)	CME <sup>8</sup>	ICE <sup>9</sup>	Eurex <sup>10</sup>
<b>Stratégies intragroupes</b>	Chaque patte de la stratégie formée de dérivés doit uniquement respecter le seuil de volume minimal applicable le plus bas.	Stratégies sur contrats à termes : la somme des quantités des pattes de l'opération doit respecter le seuil de quantité minimale de l'opération en bloc. Stratégies sur options : chaque patte de la stratégie d'écart doit respecter le seuil de quantité minimale applicable.	La somme des pattes de l'opération en bloc doit respecter le seuil de volume minimal.	Non déterminé.
<b>Stratégies intergroupes (contrats à terme uniquement)</b>	Chaque patte de la stratégie formée de dérivés doit respecter le seuil de volume minimal qui lui est propre.	De manière générale : chaque patte de la stratégie d'écart doit respecter le seuil le plus élevé applicable aux produits sous-jacents. Mesure d'exception pour les bons du Trésor américains : chaque patte de la stratégie d'écart doit respecter le seuil minimal applicable aux produits sous-jacents respectifs.	La somme des pattes de l'opération en bloc doit respecter le plus élevé des seuils de volume minimal applicables aux contrats négociés.	

<sup>8</sup> CME Group. Rulebook. [en ligne] Disponible au : <http://www.cmegroup.com/rulebook/files/cme-group-Rule-526.pdf> [Consulté le 1<sup>er</sup> mars 2018]

<sup>9</sup> ICE Futures U.S. Block Trade - FAQs [en ligne] Disponible au : [https://www.theice.com/publicdocs/futures\\_us/exchange\\_notices/Block\\_Trade\\_FAQ.pdf](https://www.theice.com/publicdocs/futures_us/exchange_notices/Block_Trade_FAQ.pdf) [Consulté le 1<sup>er</sup> mars 2018]

<sup>10</sup> Eurex Exchange. Contract Specifications for Futures Contracts and Options Contracts at Eurex Deutschland [en ligne] Disponible au : [https://www.eurexexchange.com/blob/238416/3eb2255573f391c40fe2af9025fb808b/data/contract\\_specifications\\_en\\_ab-2018\\_03\\_12.pdf](https://www.eurexexchange.com/blob/238416/3eb2255573f391c40fe2af9025fb808b/data/contract_specifications_en_ab-2018_03_12.pdf) [Consulté le 1<sup>er</sup> mars 2018]

<b>Combinaisons contrats à terme/options</b>	La somme des pattes de la stratégie doit être de : 2 000 contrats (pour les stratégies BAX/OBX) et 2 000 contrats (pour les stratégies CGB/OGB) Le volume d'options doit représenter au minimum 50 % du volume total de la stratégie.	La composante options de la stratégie d'écart doit respecter le seuil de quantité minimale applicable à l'option à terme sec ou à la combinaison d'options, et la quantité de contrats à terme négociée doit être cohérente avec le delta de la composante options de la stratégie d'écart.	Les dispositions relatives au nombre minimal de contrats négociés s'appliquent aux contrats d'options.
--	---	---	--

À partir de ce tableau, on peut constater que la segmentation par type de stratégie en bloc est le modèle retenu par les plus importantes bourses internationales de produits dérivés. Cependant, il n'y a pas de consensus au sein des places boursières sur la façon de déterminer les seuils de volume minimal. Néanmoins, il arrive très souvent que le seuil de volume minimal soit déterminé à partir de la somme des pattes. Le CME prévoit également de nombreuses exceptions fondées sur les éléments sous-jacents des stratégies (voir l'annexe 1), ce qui renforce la conclusion selon laquelle une évaluation au cas par cas est nécessaire. En se fondant sur cette analyse comparative internationale, la Bourse estime que les modifications proposées permettront de mieux harmoniser les seuils de volume minimal applicables aux stratégies d'opérations en bloc avec les pratiques internationales relatives à l'exécution de stratégies comparables.

Mécanisme d'ancrage des prix : Sur les autres bourses d'échange, la pratique consiste à avoir un mécanisme d'ancrage des prix pour les opérations de stratégie dans le cadre duquel le prix de chaque patte, sauf une, est négocié en marge du RCOCL. Ce mécanisme peut être utilisé peu importe la taille de l'opération. Cette façon de faire est bien pratique pour les clients du fait qu'elle leur apporte une certitude en ce qui concerne le prix des pattes.

Exemple de définition (au CME<sup>11</sup>) : La CV couverte est l'achat ou la vente simultanée d'options à terme sec ou d'opérations mixtes d'options ou de combinaisons de concert avec un ou plusieurs contrats à terme à terme sec; à titre d'exemple on pourrait mentionner l'achat d'options d'achat et la vente de contrats à terme ou encore la vente d'options de vente et la vente de contrats à terme. Le créateur de la stratégie est chargé de définir la direction, le delta, le prix et l'expiration de la patte (des pattes) des contrats à terme.

### Exemple d'établissement de prix

CV couverte 100 lots négociés à 25

- Patte 1 porte sur 1 lot d'options d'achat à terme sec
- Patte 2 porte sur la vente de contrats à terme à terme sec, Delta de 47, à un prix de 200 000

1. Assignment des options à terme sec de la patte 1, prix de l'opération mixte de 25

<sup>11</sup> CME Group. Options Spreads and Combinations. [en ligne] Disponible au : <https://www.cmegroup.com/confluence/display/EPICSANDBOX/Options+Spreads+and+Combinations#OptionsSpreadsandCombinations-CVcovered> [Consulté le 1<sup>er</sup> mars 2018]

- a. Vente de 47 lots de contrats à terme à terme sec de la patte 2 (Delta × quantité d'options négociées) à un prix défini de 200 000

Source : CME (traduction libre)

#### **d. Modifications proposées**

La Bourse propose de modifier le tableau des produits dérivés admissibles et des seuils de volume minimal pour les opérations en bloc ainsi que les paragraphes explicatifs y faisant suite dans l'article 6380 des Règles de la Bourse – voir en pièce jointe les modifications proposées.

### **III. PROCESSUS DE MODIFICATION**

Le processus de modification a été motivé par la nécessité de clarifier les procédures relatives aux opérations en bloc réalisées dans le cadre de stratégies d'opérations en bloc. Le libellé actuel des Règles est sujet à interprétation par les participants de la Bourse en ce qui a trait à son applicabilité, d'où la proposition d'établir des seuils de volume minimal par type de stratégie d'opérations en bloc. La Bourse estime que des règles plus transparentes devraient être établies pour favoriser le bon fonctionnement du marché.

### **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 de la Bourse, 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 proposées ont pour objectif d'améliorer le fonctionnement du marché canadien des dérivés et de mieux servir les intérêts des participants au marché. Plus particulièrement, la Bourse estime que les modifications proposées permettront :

- de clarifier la règle régissant les opérations en bloc, facilitant ainsi son interprétation et son applicabilité par les participants et le Service des opérations de marché de la Bourse;
- d'améliorer l'efficacité du marché en permettant une meilleure qualité d'exécution et une plus grande certitude des prix pour les opérations d'importance (particulièrement pour les stratégies reposant sur une combinaison contrats à terme/options);
- d'harmoniser les pratiques de la Bourse avec les meilleures pratiques des grandes bourses électroniques internationales de dérivés.

Cette proposition ne devrait aucunement réduire le rôle du marché électronique organisé, lequel demeurera le point central pour la grande majorité des volumes négociés à la Bourse. L'intention de la Bourse est de rendre cette plateforme disponible pour les opérations qui autrement perturberaient le marché et non pour que les volumes de blocs occupent une part plus importante

du marché. Le RCOCL demeurera intact et le mécanisme d'établissement des prix lié au marché sera respecté.

## **VI. INTÉRÊT PUBLIC**

La Bourse estime que ces modifications sont dans l'intérêt du public, car elles permettront une meilleure compréhension des stratégies d'opérations en bloc qui sont permises et des seuils de volume minimal applicables à chaque type de stratégie. Les opérations en bloc offrent aux clients et aux participants agréés la commodité de négocier une opération de gré à gré avec la contrepartie de leur choix et la capacité d'exécuter une opération importante à un prix juste et raisonnable.

## **VII. EFFICACITÉ**

La proposition de la Bourse devrait permettre de générer un volume additionnel de transactions en apportant aux participants au marché une certitude quant au prix et à l'exécution immédiate des transactions de plus grande ampleur de même qu'en leur procurant les avantages de la compensation par contrepartie centrale. Ainsi, l'apport d'un surcroît de clarté aux transactions réalisées dans le cadre de stratégies d'opérations en bloc devrait permettre d'accroître l'efficacité du marché par suite de l'amélioration de la qualité d'exécution.

## **VIII. PROCESSUS**

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

## **IX. DOCUMENTS EN ANNEXE**

Annexe 1 : CME – Quantités minimales pour les opérations en bloc portant sur les options à terme sec, les opérations mixtes d'options et les combinaisons (en anglais seulement)

Annexe 2 : Modifications proposées des Règles de la Bourse

Annexe 1<sup>12</sup>

	CME and CBOT Products	NYMEX and COMEX Products
<b>Intra-Commodity Futures</b> Spreads and <b>Futures</b> Combinations	<p>The <i>sum</i> of the quantities of the legs of the transaction must meet the minimum block quantity threshold.</p> <p><b>* Exceptions apply in intra-commodity Agricultural, Foreign Exchange, U.S. Treasury and S&amp;P GSCI, S&amp;P GSCI ER and Bloomberg Roll Select Commodity Index futures spreads</b></p>	The <i>sum</i> of the quantities of the legs of the transaction must meet the minimum block quantity threshold
<b>Intra-Commodity Options</b> Spreads and <b>Options</b> Combinations	<i>Each leg of the spread</i> must meet the designated minimum quantity threshold.	
<b>Inter-Commodity Futures</b> Spreads and <b>Futures</b> Combinations	<p><i>Each leg of the spread</i> must meet the <i>larger</i> of the threshold requirements for the underlying products.</p> <p><b>** Exceptions apply in:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>i) Short Term Interest Rate Futures;</li> <li>ii) U.S. Treasury and 10-Year Sovereign Yield Spread Futures; and</li> <li>iii) Deliverable Interest Rate Swap Futures ("DSF") &amp; Deliverable Euro Interest Rate Swap Futures ("EUR IRS")</li> <li>iv) U.S. Treasury Futures and Forward-Starting Libor Reference Interest Rate Swaps ("Treasury Invoice Spreads")</li> </ul>	The <i>sum</i> of the quantities of the legs of the transaction must meet the <i>larger</i> of the threshold requirements for the underlying products.
<b>Inter-Commodity Options</b> Spreads and <b>Options</b> Combinations	<i>Each leg of the spread</i> must meet the <i>larger</i> of the threshold requirements for the underlying products.	
Options/Futures Spreads	<p>The options component of the spread must meet the minimum quantity threshold for the outright option or option combination and the quantity of futures executed must be consistent with the delta of the options component of the spread.</p> <p><b>*** Exceptions apply in Weather and Housing options/futures spreads</b></p>	The options component of the spread must meet the minimum quantity threshold for the outright option or option combination and the quantity of futures executed must be consistent with the delta of the options component of the spread.

<sup>12</sup> <http://www.cmegroup.com/rulebook/files/cme-group-Rule-526.pdf>

## **Annexe 2**

[Voir ci-joint]

## Version comparée

## RÈGLE 6

## NÉGOCIATION

## A. RÈGLES GÉNÉRALES ET PROCÉDURES

[...]

## Section 6365 - 6401

## Négociation automatisée des instruments dérivés transigés à la Bourse

[...]

**6380 Opérations devant obligatoirement être réalisées à la Bourse**

(25.09.00, 24.09.01, 29.10.01, 31.01.05, 10.11.08, 29.01.10, 09.06.14, 21.01.16, 17.01.18)

La négociation des produits inscrits doit se faire sur le système de négociation électronique ou par l'intermédiaire de celui-ci ou conformément aux règles de la Bourse.

[...]

**6380d. Opérations en bloc**

**1. Dispositions générales.** Les participants agréés de la Bourse 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 dérivés suivants et doit respecter le seuil de volume minimal applicable :

DÉRIVÉS ADMISSIBLES	SEUIL DE VOLUME MINIMAL
Contrats à terme 30 jours sur le taux repo à un jour (ONX)	1 000 contrats
Contrats à terme sur swap indexé à un jour (OIS)	200 contrats
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de dix ans (CGB)	1 500 contrats
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de deux ans (CGZ)	500 contrats
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 30 ans (LGB)	500 contrats
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de cinq ans (CGF)	500 contrats

Options sur contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois	2 000 contrats
Contrats à terme sur pétrole brut canadien	100 contrats
Contrats à terme sur l'indice FTSE Marchés émergents	100 contrats
Contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois du 5 <sup>e</sup> au 8 <sup>e</sup> mois d'échéance trimestrielle (BAX reds)	1 000 contrats
Contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois du 9 <sup>e</sup> au 12 <sup>e</sup> mois d'échéance trimestrielle (BAX greens)	500 contrats
<u>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</u>	<u>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</u>
<u>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)</u>	<u>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</u>

iii) Lorsque la stratégie d'opérations en bloc comporte la négociation de produits dérivés différents, ou des dérivés avec des mois d'échéance ou des primes différents constitutifs d'une stratégie intragroupe, chaque dérivé-patte de composant la stratégie formée de dérivés doit uniquement rencontrer-respecter le seuil de volume minimal applicable le moins élevé.

Lorsque la stratégie d'opérations en bloc comporte la négociation de produits dérivés constitutifs d'une stratégie intergroupe (exclusion faite des combinaisons contrats à terme/options), chaque patte de la stratégie formée de dérivés doit respecter le seuil de volume minimal qui lui est propre.

Lorsque la stratégie d'opérations en bloc comporte la négociation de produits dérivés constitutifs d'une stratégie portant sur des combinaisons contrats à terme/options, les seuils de volume minimal applicables sont énumérés aux deux dernières lignes du tableau ci-dessus.

iv) Les participants agréés ne peuvent cumuler des ordres distincts afin de rencontrer les seuils de volume minimal.

v) Chaque partie à une opération en bloc doit être une contrepartie qualifiée telle que définie à l'article 3 de la Loi sur les instruments dérivés, RLRQ c I-14.01.

vi) Le prix fixé pour une opération en bloc doit être « juste et raisonnable » compte tenu : a) de la taille de l'opération en bloc; b) des prix de négociation et des cours acheteur et vendeur pour le dérivé concerné; c) des marchés sous-jacents; et d) des conditions générales du marché, au moment de la transaction. Le prix juste et raisonnable d'une opération en bloc sur la base de la valeur de clôture d'un indice effectuée conformément au paragraphe 2 du présent article peut également prendre en considération : e) les taux de financement; f) les dividendes attendus; et g) la durée d'ici l'échéance du contrat à terme sur indice, au moment de la transaction. Bien qu'il n'y ait pas d'obligation d'exécuter l'opération en bloc à un prix dans la fourchette des cours du jour, la Division de la réglementation peut exiger des renseignements supplémentaires sur l'opération si elle est effectuée en dehors de cette fourchette de prix.

vii) L'opération en bloc ne doit pas déclencher des ordres à conditions spéciales ni avoir quelque autre effet que ce soit sur les ordres dans le système de négociation électronique.

viii) Il est interdit d'exécuter une opération en bloc pour réaliser une stratégie de rotation du mois d'échéance, sauf pour les contrats à terme sur l'indice FTSE Marchés émergents.

ix) Les participants agréés de l'acheteur et du vendeur doivent déclarer les détails de l'opération en bloc au Service des opérations de marché par téléphone au 1-888-696-6366 ou au 514-871-7871 et en remplissant le formulaire de rapport d'opérations en bloc disponible sur le site Web de la Bourse au [http://www.m-x.ca/rob\\_formulaire\\_fr.php](http://www.m-x.ca/rob_formulaire_fr.php) dans les 15 minutes suivant l'exécution de l'opération en bloc.

x) Après avoir validé les détails de l'opération (ce qui ne constitue pas une confirmation, par la Bourse, que l'opération en bloc a été effectuée conformément au présent article), la Bourse diffuse l'information sur les modalités et sur le prix de l'opération en bloc.

xi) Le participant agréé doit démontrer sur demande que l'opération en bloc a été effectuée en conformité avec les présentes Règles.

[...]

## Version finale

## RÈGLE 6

## NÉGOCIATION

## A. RÈGLES GÉNÉRALES ET PROCÉDURES

[...]

## Section 6365 - 6401

## Négociation automatisée des instruments dérivés transigés à la Bourse

[...]

**6380 Opérations devant obligatoirement être réalisées à la Bourse**

(25.09.00, 24.09.01, 29.10.01, 31.01.05, 10.11.08, 29.01.10, 09.06.14, 21.01.16, 17.01.18)

La négociation des produits inscrits doit se faire sur le système de négociation électronique ou par l'intermédiaire de celui-ci ou conformément aux règles de la Bourse.

[...]

**6380d. Opérations en bloc**

**1. Dispositions générales.** Les participants agréés de la Bourse 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 dérivés suivants et doit respecter le seuil de volume minimal applicable :

DÉRIVÉS ADMISSIBLES	SEUIL DE VOLUME MINIMAL
Contrats à terme 30 jours sur le taux repo à un jour (ONX)	1 000 contrats
Contrats à terme sur swap indexé à un jour (OIS)	200 contrats
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de dix ans (CGB)	1 500 contrats
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de deux ans (CGZ)	500 contrats
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 30 ans (LGB)	500 contrats
Contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de cinq ans (CGF)	500 contrats

Options sur contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois	2 000 contrats
Contrats à terme sur pétrole brut canadien	100 contrats
Contrats à terme sur l'indice FTSE Marchés émergents	100 contrats
Contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois du 5 <sup>e</sup> au 8 <sup>e</sup> mois d'échéance trimestrielle (BAX reds)	1 000 contrats
Contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois du 9 <sup>e</sup> au 12 <sup>e</sup> mois d'échéance trimestrielle (BAX greens)	500 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	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 obligations du gouvernement du Canada de dix ans (CGB) / Options sur contrats à terme du gouvernement du Canada de dix ans (OGB)	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

iii) Lorsque la stratégie d'opérations en bloc comporte la négociation de produits dérivés constitutifs d'une stratégie intragroupe, chaque patte de la stratégie formée de dérivés doit uniquement respecter le seuil de volume minimal applicable le moins élevé.

Lorsque la stratégie d'opérations en bloc comporte la négociation de produits dérivés constitutifs d'une stratégie intergroupe (exclusion faite des combinaisons contrats à terme/options), chaque patte de la stratégie formée de dérivés doit respecter le seuil de volume minimal qui lui est propre.

Lorsque la stratégie d'opérations en bloc comporte la négociation de produits dérivés constitutifs d'une stratégie portant sur des combinaisons contrats à terme/options, les seuils de volume minimal applicables sont énumérés aux deux dernières lignes du tableau ci-dessus.

iv) Les participants agréés ne peuvent cumuler des ordres distincts afin de rencontrer les seuils de volume minimal.

v) Chaque partie à une opération en bloc doit être une contrepartie qualifiée telle que définie à l'article 3 de la Loi sur les instruments dérivés, RLRQ c I-14.01.

vi) Le prix fixé pour une opération en bloc doit être « juste et raisonnable » compte tenu : a) de la taille de l'opération en bloc; b) des prix de négociation et des cours acheteur et vendeur pour le dérivé concerné; c) des marchés sous-jacents; et d) des conditions

générales du marché, au moment de la transaction. Le prix juste et raisonnable d'une opération en bloc sur la base de la valeur de clôture d'un indice effectuée conformément au paragraphe 2 du présent article peut également prendre en considération : e) les taux de financement; f) les dividendes attendus; et g) la durée d'ici l'échéance du contrat à terme sur indice, au moment de la transaction. Bien qu'il n'y ait pas d'obligation d'exécuter l'opération en bloc à un prix dans la fourchette des cours du jour, la Division de la réglementation peut exiger des renseignements supplémentaires sur l'opération si elle est effectuée en dehors de cette fourchette de prix.

vii) L'opération en bloc ne doit pas déclencher des ordres à conditions spéciales ni avoir quelque autre effet que ce soit sur les ordres dans le système de négociation électronique.

viii) Il est interdit d'exécuter une opération en bloc pour réaliser une stratégie de rotation du mois d'échéance, sauf pour les contrats à terme sur l'indice FTSE Marchés émergents.

ix) Les participants agréés de l'acheteur et du vendeur doivent déclarer les détails de l'opération en bloc au Service des opérations de marché par téléphone au 1-888-696-6366 ou au 514-871-7871 et en remplissant le formulaire de rapport d'opérations en bloc disponible sur le site Web de la Bourse au [http://www.m-x.ca/rob\\_formulaire\\_fr.php](http://www.m-x.ca/rob_formulaire_fr.php) dans les 15 minutes suivant l'exécution de l'opération en bloc.

x) Après avoir validé les détails de l'opération (ce qui ne constitue pas une confirmation, par la Bourse, que l'opération en bloc a été effectuée conformément au présent article), la Bourse diffuse l'information sur les modalités et sur le prix de l'opération en bloc.

xi) Le participant agréé doit démontrer sur demande que l'opération en bloc a été effectuée en conformité avec les présentes Règles.

[...]