

CIRCULAIRE 079-19

Le 22 mai 2019

SOLLICITATION DE COMMENTAIRES

MODIFICATION DE L'ARTICLE 6.208 DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC.

Le comité des règles et politiques de Bourse de Montréal Inc. (la « **Bourse** ») et le comité spécial de la Division de la Réglementation de la Bourse ont approuvé des modifications à l'article 6.208 des règles de la Bourse afin de clarifier les exigences relatives à l'établissement du prix des opérations d'échange d'instruments apparentés.

Les commentaires relatifs aux modifications proposées doivent nous être présentés au plus tard le **21 juin 2019**. Prière de soumettre ces commentaires à :

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

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

M^e Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22^e étage
C.P. 246, Tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Veuillez noter que les commentaires reçus par un de ces destinataires seront transmis à l'autre destinataire et que la Bourse pourrait publier un résumé des commentaires qu'elle aura reçus dans le cadre du processus d'autocertification du présent projet. À moins d'indication contraire de votre part, les commentaires seront publiés de manière anonyme par la Bourse.

Annexes

Vous trouverez en annexe le document d'analyse ainsi que le texte des modifications proposées. La date d'entrée en vigueur des modifications proposées sera déterminée par la Bourse conformément au processus d'autocertification, tel que prévu par la *Loi sur les instruments dérivés* (RLRQ, chapitre I-14.01).

Processus d'établissement de règles

La Bourse est autorisée à exercer l'activité de bourse et est reconnue à titre d'organisme d'autoréglementation (« **OAR** ») 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).

À titre d'OAR, la Bourse assume des responsabilités de réglementation de marché et d'encadrement des participants agréés. L'encadrement du marché et des participants agréés relève de la Division de la Réglementation de la Bourse (la « **Division** »). La Division exerce ses activités de façon autonome par rapport à la Bourse, ayant une structure administrative distincte.

La Division est sous l'autorité d'un comité spécial (le « **Comité Spécial** ») nommé par le conseil d'administration de la Bourse. Le Comité Spécial a le pouvoir de recommander au conseil d'administration de la Bourse d'adopter ou de modifier les règles de la Bourse concernant certains aspects de l'encadrement des participants agréés de la Bourse. Le conseil d'administration de la Bourse a délégué au comité des règles et politiques de la Bourse le pouvoir d'adopter ou de modifier ces règles sur recommandation du Comité Spécial.



MODIFICATION DE L'ARTICLE 6.208 DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC.

TABLE DES MATIÈRES

SOMMAIRE	2
ANALYSE	2
Contexte	2
Description et analyse des incidences sur le marché	2
Analyse comparative	5
Modifications proposées	5
PROCESSUS DE MODIFICATION	5
INCIDENCES SUR LES SYSTÈMES TECHNOLOGIQUES	5
OBJECTIF DES MODIFICATIONS PROPOSÉES DES RÈGLES	5
INTÉRÊT PUBLIC	5
EFFICACITÉ	6
PROCESSUS	6
ANNEXE	6

I. SOMMAIRE

Bourse de Montréal Inc. (la « Bourse ») a modifié l'article 6.208¹, *Échange de Contrats à Terme pour des instruments apparentés*, dans le cadre de la modernisation des Règles de la Bourse (les « Règles »). Les modifications sont entrées en vigueur en janvier 2018, intégrant dans l'article les *Procédures applicables à l'exécution et à la déclaration d'opérations d'échanges physiques pour contrats, d'échanges d'instruments dérivés hors bourse pour contrats et de substitutions d'instruments dérivés hors bourse par des contrats à terme*. La Division de la réglementation de la Bourse (la « Division ») propose par les présentes de modifier l'alinéa 6.208(a)(viii), lequel régit l'établissement des prix, ainsi que l'alinéa e) du même article.

II. ANALYSE

a. Contexte

Avant janvier 2018, les opérations d'échange d'instruments apparentés étaient régies par l'article 6815 des Règles et par les dispositions des *Procédures applicables à l'exécution et à la déclaration d'opérations d'échanges physiques pour contrats, d'échanges d'instruments dérivés hors bourse pour contrats et de substitutions d'instruments dérivés hors bourse par des contrats à terme* (les « procédures »). Les procédures contenaient des renseignements complémentaires sur les exigences relatives à l'exécution d'opérations impliquant l'échange de contrats à terme, dont celles relatives à l'établissement des prix.

Les Règles et les procédures prescrivaient qu'une opération d'échange d'instruments apparentés pouvait être conclue à un prix convenu entre les parties à l'opération, conditionnellement à ce que le prix auquel la composante (patte) constituée de contrats à terme se négocie soit « raisonnable ». Au terme de la reformulation de l'article en 2018, l'exigence relative à l'établissement du prix d'une opération d'échange d'instruments apparentés a été modifiée, de sorte que la condition de raisonnabilité s'applique désormais au prix auquel l'opération d'échange d'instruments apparentés se négocie au lieu du prix auquel la composante constituée de contrats à terme se négocie.

L'article modifié a également introduit une fourchette de référence non obligatoire : « Bien qu'il n'y ait pas d'obligation d'exécuter l'échange d'instruments apparentés à un prix se situant dans la fourchette des cours du jour, la Division de la Réglementation pourrait exiger des renseignements supplémentaires sur l'Opération si elle est effectuée en dehors de cette fourchette de prix. »

b. Description et analyse des incidences sur le marché

Dans l'exécution de leurs fonctions de surveillance respectives, le Service des opérations de marché de la Bourse et la Division doivent examiner les opérations d'échange d'instruments apparentés au regard des exigences prescrites par les Règles.

¹ Anciennement, l'article 6815.

La Division a fait certaines constatations dans l'application de l'article 6.208 en ce qui a trait aux exigences relatives à l'établissement des prix. Ainsi, une analyse a été effectuée, incluant une analyse comparative avec d'autres bourses, afin de s'assurer que l'article traite des exigences relatives à l'établissement des prix de façon cohérente par rapport aux attentes de la Bourse sur le plan de la surveillance des opérations d'échange d'instruments apparentés et que ces exigences sont claires pour les participants au marché qui prennent part à de telles opérations.

Les exemples ci-après illustrent les constatations relevées par la Division. Le même jour, deux opérations d'échange d'instruments apparentés sont rapportées à la Bourse. Le prix négocié le plus élevé du contrat à terme sous-jacent est de 133,29, observé vers 8 h 30 (HE). La première opération est exécutée à 11 h 24 (HE) et rapportée dans le délai prescrit au prix de 133,20 pour la composante constituée de contrats à terme. Au moment d'exécuter l'opération, le prix sur le marché de la composante constituée de contrats à terme était de 132,61 et les cours acheteur et vendeur étaient de 132,60 – 132,61. La seconde opération d'échange d'instruments apparentés est exécutée à 14 h 14 (HE) et rapportée au prix de 133,20 pour la composante constituée de contrats à terme. Au moment de convenir de l'opération, le prix sur le marché de la composante constituée de contrats à terme était de 132,50 et les cours acheteur et vendeur étaient de 132,49–140,50. Au moment d'examiner ces opérations, le personnel la Division peut être amené à se poser les questions suivantes. 1) Comme le prix convenu est plus près du prix le plus élevé observé à 8 h 30 (HE) que du prix enregistré sur le marché à l'heure rapportée de l'exécution de l'opération, l'heure rapportée pourrait être remise en question comme étant l'heure réelle à laquelle l'opération a été acceptée. 2) Quels sont les facteurs justifiant que le prix de la composante constituée de contrats à terme convenu au moment où l'opération a été acceptée ait été si différent du prix affiché?

Tel que mentionné précédemment, la condition d'un prix « raisonnable » s'applique désormais au prix auquel l'opération d'échange d'instruments apparentés se négocie plutôt que le prix auquel la composante constituée de contrats à terme se négocie. Selon l'analyse comparative portant sur d'autres bourses comme le CME, ICE Futures US, ICE Futures Europe et l'ASX, le prix d'une opération d'échange d'instruments apparentés se négocie entre les parties prenant part à l'opération. En établissant un cadre de négociation du prix, les trois premières bourses utilisent une formule semblable à celle de la Bourse : elles exigent que le prix convenu entre les parties de l'opération d'échange d'instruments apparentés soit « raisonnable ». Aux fins de l'évaluation du caractère « raisonnable » du prix, l'article demande la prise en compte de certains facteurs, à savoir la taille de l'opération, les prix négociés et les cours acheteur et vendeur du même contrat, le marché sous-jacent et la situation générale du marché (volatilité et liquidité). Ainsi, comme l'évaluation du caractère « raisonnable » du prix selon l'article 6.208 porte sur le prix de l'opération d'échange d'instruments apparentés, elle correspond à ce que font les autres bourses et elle représente bien les attentes de la Bourse quant à la conclusion de ce type d'opérations.

Seules les lignes directrices émises par ICE Futures Europe² au sujet des facteurs à prendre en compte au moment de la conclusion d'une opération d'échange d'instruments apparentés contiennent une mention comme celle qui concerne les prix d'exécution se situant dans la fourchette des cours du jour, mention qui a été ajoutée à l'article modifié et présentement en vigueur. L'analyse comparative par rapport à d'autres bourses, comme le CME, ICE Futures US et

² ICE Futures Europe Guidance on the Exchange for Physical ("EFP"), Exchange for Swap ("EFS"), Soft Commodity Exchange for Related Positions ("EFRP") and Basis Trading facilities (en anglais).

l'ASX, ne révèle aucune similitude concernant ce facteur précis entre les différentes règles ou lignes directrices relatives aux opérations d'échange d'instruments apparentés.

En évaluant la fourchette des cours du jour parmi les facteurs à prendre en compte lors de la conclusion d'une opération d'échange d'instruments apparentés, la Division a constaté que l'article n'indique pas clairement aux participants au marché s'ils doivent éviter de négocier un prix en dehors de cette fourchette et, dans l'affirmative, quelles seront les conséquences si les parties conviennent d'un prix en dehors de la fourchette. En outre, l'article parle « d'exécuter l'échange d'instruments apparentés à un prix se situant dans la fourchette des cours du jour », alors qu'il aurait dû parler du prix de la composante constituée de contrats à terme.

Lors de la négociation du prix d'une opération d'échange d'instruments apparentés, l'obligation de maintenir le prix de la composante constituée de contrats à terme à l'intérieur de la fourchette des cours du jour pourrait aller à l'encontre de l'évaluation du caractère « raisonnable » déjà exigée. Ainsi, il appert que les facteurs dont l'article demande de prendre en compte dans l'établissement d'un prix raisonnable pour une opération d'échange d'instruments apparentés, telle que la taille de l'opération, les cours acheteur et vendeur et la situation du marché, parmi d'autres, suffisent à indiquer aux participants ce qu'ils doivent prendre en considération avant de convenir d'un prix.

Par exemple, il y a plusieurs situations où la Division pourrait déterminer que le prix convenu pour une opération d'échange d'instruments apparentés, à l'extérieur de la fourchette des cours du jour, soit raisonnable. Voyons trois exemples. D'abord, celui d'une importante opération conclue près du sommet ou du creux du jour de négociation. Selon la liquidité de l'instrument, la composante constituée de contrats à terme pourrait se négocier à l'extérieur de la fourchette des cours acheteur-vendeur affichés. Même si le prix peut ne jamais atteindre le sommet ou le creux, l'opération pourrait ne soulever aucune préoccupation si le prix convenu est raisonnable et que les participants peuvent le démontrer sur demande. Deuxièmement, la situation où le contrat à terme sous-jacent a une faible liquidité. Étant donné le nombre peu élevé d'opérations, bon nombre de celles-ci peuvent se conclure en dehors de la fourchette des cours du jour de négociation. Encore une fois, cela ne soulève pas nécessairement de préoccupations dans la mesure où la taille de l'opération, les cours acheteur et vendeur et la situation du marché peuvent justifier le prix convenu. Quant au troisième exemple, il consiste en des opérations d'échange d'instruments apparentés dont la partie au comptant n'a pas d'équivalent parmi les produits admissibles à la livraison. En général, pour ce type d'opération la partie au comptant a une corrélation moins importante au contrat à terme sous-jacent, ce qui expliquerait que le prix puisse être en dehors de la fourchette des cours du jour.

À la lumière de ce qui précède, la Division propose de modifier l'article 6.208 en ce qui concerne les exigences relatives à l'établissement du prix d'une opération d'échange d'instruments apparentés afin de supprimer la mention portant sur la fourchette des cours, et d'accentuer l'importance du facteur qu'est le caractère « raisonnable » du prix. Les modifications auront pour objet de clarifier, à l'intention des participants au marché, les conditions dans lesquelles ils peuvent conclure des opérations d'échange d'instruments apparentés et dans lesquelles la Division peut examiner ces opérations.

c. Analyse comparative

La Division a réalisé une analyse comparative par rapport à d'autres bourses (le CME, ICE Futures US, ICE Futures Europe et l'ASX) au sujet des règles et lignes directrices régissant la gestion du prix d'une opération d'échange d'instruments apparentés. Tel que noté dans les sections qui précèdent, l'analyse comparative confirme que la formule retenue par la Bourse lors de la modernisation de ses Règles, à savoir l'évaluation du caractère raisonnable du prix portant sur le prix de l'opération d'échange d'instruments apparentés plutôt que sur le prix de la composante constituée de contrats à terme, est en adéquation avec la formule utilisée par ses pairs. Exception faite d'ICE Futures Europe qui fixe un seuil pour que le prix se retrouve à l'intérieur de la fourchette des cours du jour, les autres bourses ne confinent pas la négociation du prix de la composante constituée de contrats à terme ou du prix de l'opération d'échange d'instruments apparentés à l'intérieur de la fourchette des cours du jour. Ces bourses s'attendent à ce que les parties prenant part à une opération d'échange d'instruments apparentés négocient un prix raisonnable en tenant compte de facteurs comme les prix en vigueur sur le marché et en respectant les particularités propres à la composante constituée de contrats à terme. Ainsi, si le prix est loin des prix en vigueur sur le marché, les parties à l'opération d'échange d'instruments apparentés devraient être en mesure d'expliquer pourquoi.

d. Modifications proposées

Veuillez consulter les modifications de l'article 6.208 des Règles en annexe.

III. PROCESSUS DE MODIFICATION

Le processus de modification est entrepris aux fins de la modification de l'alinéa 6.208(a)(viii) faisant suite aux observations qu'a faites la Division dans le cours de ses activités et aux discussions qu'elle a eues à l'interne avec le Service des opérations de marché et avec d'autres secteurs d'activité de la Bourse. Ces discussions ont porté la Bourse à analyser ce passage précis de l'article afin de s'assurer qu'il concorde avec la négociation attendue du prix d'une opération d'échange d'instruments apparentés.

IV. INCIDENCES SUR LES SYSTÈMES TECHNOLOGIQUES

Les modifications proposées n'auront aucune incidence sur les systèmes technologiques de la Bourse, de ses participants agréés ou des fournisseurs indépendants de logiciels.

V. OBJECTIF DES MODIFICATIONS PROPOSÉES DES RÈGLES

L'objectif des modifications proposées est de clarifier les exigences relatives à l'établissement du prix d'une opération d'échange d'instruments apparentés.

VI. INTÉRÊT PUBLIC

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

VII. EFFICACITÉ

Les modifications proposées n'auront aucune incidence sur la manière dont une opération d'échange d'instruments apparentés est actuellement conclue. Elles clarifieront les attentes de la Bourse quant à la négociation du prix d'exécution d'une opération d'échange d'instruments apparentés et contribueront ainsi à améliorer l'exercice par la Division de sa compétence de surveillance sur de telles opérations.

VIII. PROCESSUS

Les modifications proposées sont soumises à l'approbation du Comité spécial et du Comité des règles et politiques de la Bourse. Elles sont également soumises à l'Autorité des marchés financiers conformément au processus d'autocertification et à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario à titre informatif.

IX. ANNEXE

Annexe 1: Modifications de l'article 6.208 des Règles de la Bourse

Chapitre C—Opérations préarrangées et annulation d’Opérations

[...]

Article 6.208 Échange de Contrats à Terme pour des instruments apparentés

- (a) Opérations d’échange d’instruments apparentés — Dispositions générales. Les Opérations d’échange d’instruments apparentés pour des Contrats à Terme inscrits et négociés à la Bourse sont permises si elles sont exécutées conformément aux dispositions du présent Article. Une Opération d’échange d’instruments apparentés consiste en l’exécution simultanée, pour une quantité ou une valeur à peu près équivalente, d’une Opération de gré à gré sur un Contrat à Terme de la Bourse et d’une opération opposée sur l’instrument au comptant, l’instrument sous-jacent, l’instrument apparenté ou le dérivé hors bourse sous-jacent au Contrat à Terme.
- (i) Une Opération d’échange d’instruments apparentés peut être effectuée en dehors du Système de Négociation conformément à l’Article 6.204 si cette Opération est exécutée conformément aux exigences et aux conditions prévues au présent Article.

[...]

- (viii) Le prix établi et convenu mutuellement entre les parties pour l’Opération d’échange d’instruments apparentés doit être « ~~juste et~~ raisonnable » eu égard, notamment: (w) à la taille de l’Opération; (x) aux prix négociés et aux cours acheteurs et vendeurs du même contrat; (y) aux marchés sous-jacents; et (z) aux conditions générales du marché. Ces facteurs sont considérés au moment de l’Opération. ~~Bien qu’il n’y ait pas d’obligation d’exécuter l’échange d’instruments apparentés à un prix se situant dans la fourchette des cours du jour, la Division de la Réglementation pourrait exiger des renseignements supplémentaires sur l’Opération si elle est effectuée en dehors de cette fourchette de prix.~~

[...]

- (e) Dossiers. Chaque partie à une Opération d’échange d’instruments apparentés doit maintenir des dossiers complets sur l’échange d’instruments apparentés et conserver tous les documents relatifs à un tel échange, notamment tous les renseignements liés à l’achat ou à la vente de la composante au comptant ou dérivé hors bourse de l’Opération, et à tout transfert de fonds ou de propriété se rapportant à l’Opération. Ces dossiers comprennent notamment les documents habituellement produits selon les pratiques du marché, tels que les relevés de compte au comptant, confirmations d’Opérations, conventions ISDA^{MD} et tout autre titre de propriété; les documents provenant d’un tiers constituant une preuve de paiement ou de transfert de propriété, comme les chèques annulés, les relevés de banque, les relevés

de compte au comptant et les documents provenant d'une chambre de compensation de titres au comptant. En outre, tous les billets d'ordre de Contrats à Terme (qui doivent clairement indiquer l'heure d'exécution de l'Opération d'échange d'instruments apparentés) doivent être conservés. Si le prix de l'Opération d'échange d'instruments apparentés convenu est éloigné des prix du marché en vigueur au moment de l'Opération, de tels dossiers doivent démontrer que le prix est raisonnable. Les dossiers concernant l'Opération doivent être fournis à la Bourse sur demande, et il incombe au Participant Agréé d'obtenir et de fournir rapidement à la Bourse les dossiers de ses clients lorsque celle-ci en fait la demande.

[...]

Chapitre C—Opérations préarrangées et annulation d'Opérations

[...]

Article 6.208 Échange de Contrats à Terme pour des instruments apparentés

- (a) Opérations d'échange d'instruments apparentés — Dispositions générales. Les Opérations d'échange d'instruments apparentés pour des Contrats à Terme inscrits et négociés à la Bourse sont permises si elles sont exécutées conformément aux dispositions du présent Article. Une Opération d'échange d'instruments apparentés consiste en l'exécution simultanée, pour une quantité ou une valeur à peu près équivalente, d'une Opération de gré à gré sur un Contrat à Terme de la Bourse et d'une opération opposée sur l'instrument au comptant, l'instrument sous-jacent, l'instrument apparenté ou le dérivé hors bourse sous-jacent au Contrat à Terme.
- (i) Une Opération d'échange d'instruments apparentés peut être effectuée en dehors du Système de Négociation conformément à l'Article 6.204 si cette Opération est exécutée conformément aux exigences et aux conditions prévues au présent Article.

[...]

- (viii) Le prix établi et convenu mutuellement entre les parties pour l'Opération d'échange d'instruments apparentés doit être « raisonnable » eu égard, notamment: (w) à la taille de l'Opération; (x) aux prix négociés et aux cours acheteurs et vendeurs du même contrat; (y) aux marchés sous-jacents; et (z) aux conditions générales du marché. Ces facteurs sont considérés au moment de l'Opération.

[...]

- (e) Dossiers. Chaque partie à une Opération d'échange d'instruments apparentés doit maintenir des dossiers complets sur l'échange d'instruments apparentés et conserver tous les documents relatifs à un tel échange, notamment tous les renseignements liés à l'achat ou à la vente de la composante au comptant ou dérivé hors bourse de l'Opération, et à tout transfert de fonds ou de propriété se rapportant à l'Opération. Ces dossiers comprennent notamment les documents habituellement produits selon les pratiques du marché, tels que les relevés de compte au comptant, confirmations d'Opérations, conventions ISDA^{MD} et tout autre titre de propriété; les documents provenant d'un tiers constituant une preuve de paiement ou de transfert de propriété, comme les chèques annulés, les relevés de banque, les relevés de compte au comptant et les documents provenant d'une chambre de compensation de titres au comptant. En outre, tous les billets d'ordre de Contrats à Terme (qui doivent clairement indiquer l'heure d'exécution de l'Opération d'échange d'instruments apparentés) doivent être conservés. Si le prix de l'Opération

d'échange d'instruments apparentés convenu est éloigné des prix du marché en vigueur au moment de l'Opération, de tels dossiers doivent démontrer que le prix est raisonnable. Les dossiers concernant l'Opération doivent être fournis à la Bourse sur demande, et il incombe au Participant Agréé d'obtenir et de fournir rapidement à la Bourse les dossiers de ses clients lorsque celle-ci en fait la demande.

[...]