

TRADUCTION NON OFFICIELLE

Le 30 janvier 2018

PAR COURRIEL : legal@tmx.com; consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

M^e Martin Jannelle
Conseiller juridique, Bourse de Montréal et CDCC
Service des affaires juridiques
Bourse de Montréal Inc.
Tour de la Bourse
800, rue du Square-Victoria
C.P. 61
Montréal (Québec) H4Z 1A9

M^e Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
Autorité des marchés financiers
Tour de la Bourse
800, rue du Square-Victoria, 22^e étage
C.P. 246
Montréal (Québec) H4Z 1G3

**Objet : Bourse de Montréal Inc. – Sollicitations de commentaires à l’égard des initiatives suivantes :
Modification des règles et des procédures de Bourse de Montréal Inc. relativement à la prolongation de ses heures de négociation (circulaire 165-17);
Modifications des règles et des procédures de Bourse de Montréal Inc. afin d’élargir la définition de personne approuvée (circulaire 166-17).**

Maîtres,

L’Association canadienne du commerce des valeurs mobilières (l’« ACCVM ») et ses membres désirent profiter de cette occasion pour exprimer leur point de vue sur le projet de modification des règles et des procédures de Bourse de Montréal Inc. visant la prolongation des heures de négociation, comme indiqué dans la circulaire 165-17 publiée le 14 novembre 2017, et sur le projet de modification des règles et des procédures de Bourse de Montréal Inc. visant à élargir la définition de personne approuvée, comme indiqué dans la circulaire 166-17 publiée le 14 novembre 2017.

L'ACCVM est l'association nationale du secteur des valeurs mobilières. Elle défend la position du secteur des valeurs mobilières en matière de réglementation des valeurs mobilières, de politiques publiques et de questions qui touchent le secteur pour le compte de ses 129 membres qui sont des sociétés de courtage en valeurs mobilières réglementées par l'OCRCVM. Elle travaille à mettre en place un secteur des valeurs mobilières dynamique et prospère soutenu par des marchés des capitaux solides et efficaces.

Nous rappelons à la Bourse de Montréal que la présente lettre peut être publiée dans son intégralité sur le site Web de la Bourse.

La position de l'industrie – un appui faible à la prolongation des heures de négociation

En ce qui concerne le projet de prolongation des heures de négociation de la Bourse, il est à noter que nos membres ont eu de nombreuses conversations à ce sujet au fil des années.

Le point de vue du secteur demeure le suivant : l'ACCVM et ses membres ne sont pas en faveur de cette initiative. Encore aujourd'hui, le secteur a de sérieuses inquiétudes en ce qui concerne la liquidité, l'intégrité et la réputation du marché.

En outre, cette initiative implique pour nos membres des coûts supplémentaires et la possibilité d'un fardeau réglementaire accru, en contrepartie de revenus additionnels ne représentant, selon nous, qu'une compensation minimale. Nous croyons aussi que les problèmes de liquidité mentionnés ci-dessus auront une incidence importante sur les niveaux de risque de même que sur l'intégrité du marché. Les préoccupations des membres de l'industrie sont résumées ci-dessous.

Liquidité du marché – risque inhérent au soutien de la liquidité

Nos membres canadiens sont les plus importants appuis du marché à terme canadien, tant au chapitre de la vente que du maintien de marché. La liquidité sur le marché à terme de Montréal est le résultat direct des capitaux et du soutien que ces membres ont consacré à chacun des produits.

Bien que la Bourse se dise convaincue que la liquidité finira par se développer pendant les heures de négociation prolongées, les membres de l'industrie ont du mal à saisir ce qui justifie de cette confiance. Le soutien de ces produits est actuellement assuré par des mainteneurs de marché établis au Canada ou à l'étranger pendant les heures normales, mais il n'y a aucune raison de croire que ces mêmes participants seront disposés à fournir de la liquidité pendant les plages horaires non conventionnelles lorsque la liquidité des instruments sous-jacents n'est pas disponible.

Après avoir sondé nos membres actifs sur le marché à terme canadien, nous sommes d'avis qu'ils n'accorderaient pas leur appui à une séance de nuit pendant laquelle les plus grands de ces clients utilisateurs finaux – la communauté des fonds de couverture du Royaume-Uni et de l'Europe – voudraient avoir accès à la liquidité (liquidité dont ils disposeraient habituellement pendant la séance normale).

Les risques financiers, opérationnels et d'atteinte à la réputation qu'implique le soutien de la liquidité pendant les heures de négociation prolongées ne sont pas des risques que nos membres sont actuellement

disposés à courir.

Qui plus est, nous constatons qu'en dépit du soutien de la Bourse, aucune liquidité de marché substantielle ne s'est développée à l'égard d'autres produits lancés par la Bourse, y compris les contrats à terme liés aux émissions de carbone et les contrats à terme sur taux d'intérêt de 2 ans, de 5 ans et de 30 ans. Si une liquidité suffisante ne vient pas appuyer l'activité pendant les heures de négociation prolongées, cela pourrait nuire à l'intégrité et à la réputation de l'ensemble du marché pour les produits qui connaissent actuellement du succès.

Si la Bourse désire mettre en œuvre la prolongation des heures en dépit du faible appui de l'industrie, les membres lui demandent de mettre en place des plans concrets pour assurer un soutien à la liquidité des produits négociés pendant les heures de négociation prolongées avant la mise en œuvre. Comme il est exposé ci-dessous, l'absence d'une liquidité suffisante pourrait avoir des incidences importantes sur l'intégrité du marché et sur le niveau de risque des participants.

Intégrité du marché – qualité du marché et manipulation

Les membres doutent que la profondeur et la liquidité du marché des dérivés soient suffisantes en l'absence des éléments suivants :

- i) le soutien des sociétés de courtage canadiennes;
- ii) la disponibilité des titres sous-jacents pendant les heures de négociation prolongées.

Les préoccupations relatives à la profondeur du marché et à la liquidité font augmenter fortement la probabilité de manipulation ou de perturbation du marché. La réputation de la Bourse et celle des marchés canadiens sont en jeu.

De plus, l'absence des paramètres des sous-jacents peut accroître grandement la difficulté d'évaluer le caractère juste et raisonnable de l'établissement du cours des instruments dérivés (détérioration de la détermination des cours). Par exemple, comment la Bourse évaluera-t-elle le caractère juste et raisonnable des échanges physiques pour contrats (EFP), des échanges d'instruments dérivés hors bourse pour contrats (EFR) et des opérations en bloc? Quelles mesures la Bourse mettra-t-elle en œuvre pour préserver la qualité du marché pendant les heures de négociation non conventionnelles? Quels paramètres le Service des opérations de marché utilisera-t-il pour statuer sur la fourchette de non-annulation des opérations hors bourse? Les membres de l'industrie ont reçu des réponses de la Bourse à certaines de ces questions. Leurs inquiétudes subsistent néanmoins.

Heure de l'ouverture

Nos membres sont d'avis que 2 h (HNE) n'est pas une heure d'ouverture raisonnable pour la Bourse de Montréal.

À titre d'exemple, l'ouverture de la négociation des contrats à terme sur obligations d'État (*Gilts*) à ICE/LIFFE a lieu à 2 h 30 (HNE). L'ouverture de la Bourse de Montréal à 2 h, avant que les principaux contrats

obligataires mondiaux puissent être négociés, donne à penser aux investisseurs internationaux que la Bourse se fait une idée erronée de l'importance qu'ils accordent à ses produits par rapport à ceux d'autres bourses mondiales. En effet, les participants aux marchés mondiaux ont fait savoir qu'ils n'ont pas besoin davantage des CGB que des *Gilts*.

Pour justifier la prolongation de ses heures de négociation, la Bourse évoque le fait que Sydney exploite un marché à terme sur quasiment 24 heures. Il s'agit cependant d'une mauvaise comparaison puisque Sydney est située dans un fuseau horaire où elle est presque seule et dans une zone qui n'accueille qu'une très petite partie du monde de l'investissement. Sydney a donc tout intérêt à être ouverte pendant les heures de négociation européennes et nord-américaines, d'où le besoin d'un marché ouvert jour et nuit.

Difficultés liées à l'algorithme « premier entré, premier sorti »

En raison de l'algorithme d'exécution « premier entré, premier sorti » utilisé sur le marché à terme de la Bourse, les ordres valables jusqu'à annulation (« VAA ») n'auront pas d'utilité si un client ne veut pas courir le risque que son ordre soit exécuté au cours de la nuit lors d'un événement important entraînant un mouvement de marché.

Le risque accru qu'un événement crée un mouvement du marché dissuadera les négociateurs d'utiliser les ordres VAA, de sorte que le seul avantage dont disposent de nombreux clients (soit celui de passer des ordres VAA dans un marché « premier entré, premier sorti ») leur sera de fait retiré.

Il est à noter que le fait de retirer des ordres dans un tel marché signifie que les ordres seront placés à la fin de la queue lorsqu'ils sont renouvelés. Cela nous semble injuste pour les investisseurs. Comme mentionné précédemment, le seul algorithme d'exécution que nous jugeons approprié pour un marché où la négociation a lieu en dehors des heures normales serait un algorithme au prorata permettant aux participants de retirer leur ordre quand ils quittent le marché et de revenir sur le marché plus tard le matin sans être désavantagés.

Comme mentionné ci-dessus, les clients de la Bourse ne veulent pas nécessairement annuler leurs ordres au registre puisque cela ferait perdre à leurs ordres leur priorité.

Nous demandons à la Bourse, si elle réalise son initiative malgré la faiblesse du soutien au sein de l'industrie, de créer une fonctionnalité permettant aux clients de « cacher » leurs ordres inscrits au registre pendant les heures de négociation prolongées sans qu'ils perdent leur priorité au registre une fois ces ordres réactivés. Une autre solution acceptable serait d'employer un algorithme au prorata, comme expliqué ci-dessus. En tout état de cause, l'algorithme actuel ne sous-tend pas adéquatement le projet de la Bourse.

Obtention de permis et inscription

Si la prolongation des heures de négociation est mise en œuvre et que nos membres veulent participer à la séance de négociation initiale, ils feront face à des difficultés liées à l'obtention de permis et à l'inscription.

En effet, nos membres pourraient devoir obliger leurs succursales européennes à remplir les mêmes exigences d'obtention de permis et d'inscription que les maisons de courtage canadiennes afin de pouvoir servir la clientèle canadienne lorsqu'elle doit négocier de nuit.

Le personnel de pupitre étranger travaillant de jour et de nuit aurait donc une double fonction, car les employés concernés devraient détenir un permis pour le Canada et le territoire étranger. Cela obligerait dans les faits les membres à disposer d'une « succursale canadienne » quelconque dans le territoire étranger afin que les employés puissent détenir un permis et être inscrits pour servir la clientèle canadienne à l'égard des produits canadiens. Il s'agit là d'un vaste et coûteux exercice administratif que beaucoup de firmes pourraient refuser d'entreprendre.

Les membres s'inquiètent également du fait que des considérations réglementaires locales pourraient limiter la capacité d'accorder des permis à des personnes afin qu'elles exercent des fonctions de supervision depuis des emplacements situés à l'extérieur du Canada. Ils s'inquiètent aussi de ce que le fait de superviser cette activité pourrait les soumettre à une surveillance accrue de la part des organismes de réglementation étrangers.

Pour éviter la double obtention de permis du personnel étranger, les membres canadiens devraient embaucher du personnel de négociation pour travailler du Canada pendant la séance de nuit, à raison d'au moins deux employés par firme, ce qui représente une autre entreprise coûteuse.

Or, nos membres sont d'avis que les revenus supplémentaires qu'ils pourraient tirer de l'initiative de la Bourse sont très loin d'équivaloir aux dépenses additionnelles.

L'ajout de personnel local pour couvrir la séance prolongée présente son lot de défis d'ordre logistique et pratique. En raison de l'aspect rebutant de cet horaire de travail, les postes de la séance de négociation prolongée risquent d'être occupés par un personnel moins expérimenté et moins préparé à faire face à des circonstances exceptionnelles. Cela accroît l'éventualité d'événements de marché perturbateurs.

De plus, la proposition visant à élargir la définition de personne approuvée (circulaire 166-17 publiée par la Bourse en novembre 2017) n'aide pas nos membres à se conformer à d'autres exigences réglementaires. L'ACCVM collabore actuellement avec l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) ainsi qu'avec la Financial Conduct Authority (FCA) du Royaume-Uni afin de bien comprendre les répercussions de la proposition de la Bourse sur ses membres. Cependant, l'issue de ces discussions demeure incertaine.

Quelle que soit l'issue des questions liées à l'inscription, les firmes sont d'avis que le recours à des employés de bureaux situés à l'étranger pour gérer les relations client à l'égard des produits dérivés canadiens n'est pas optimal. Les représentants des bureaux à l'étranger sont habituellement déjà pleinement occupés, connaissent moins bien les particularités du marché canadien et, par conséquent, ne sont pas forcément bien placés pour offrir le meilleur service à la clientèle et une exécution optimale pour les produits dérivés canadiens. Pour les petites maisons de courtage, il pourrait par ailleurs être impossible de faire appel à des établissements étrangers pour répondre aux demandes nocturnes. Cette situation créerait un environnement concurrentiel inéquitable entre les participants.

Augmentation de la masse salariale

Pour s'adapter à cette initiative coûteuse, nos membres devraient augmenter leurs effectifs dans les services suivants :

- Négociation (comme mentionné ci-dessus)
- Conformité et surveillance
- Gestion des risques
- Administration
- Technologies de l'information

De plus, nous croyons que certaines lois peuvent exiger le versement d'une prime salariale au personnel de nuit. L'ACCVM en est encore à analyser les incidences juridiques de la proposition.

CDCC – incidences sur la compensation

Nous nous demandons si les incidences sur la compensation ont été correctement évaluées par la Bourse.

Les questions et inquiétudes sont nombreuses au sein de l'industrie. Par exemple, les opérations feront-elles l'objet d'une novation en temps réel? Si ce n'est pas le cas, nos membres se trouveraient à assumer l'intégralité du risque de contrepartie des opérations jusqu'à ce qu'elles fassent l'objet d'une novation par la CDCC. Les inquiétudes subsistent malgré les réponses fournies par la Bourse en ce qui concerne la compensation.

En raison du risque de contrepartie accru (et des risques financier et réglementaire accrus qui y sont liés), nos membres ne voudront peut-être pas participer à l'horaire de négociation prolongé. Nous croyons qu'il s'agit là encore d'une question fondamentale pour nos membres.

De plus, que les membres participent ou non à l'horaire de négociation prolongé, ils auraient une exposition au risque de crédit découlant d'événements entraînant une pression sur le marché pendant la séance prolongée. En l'absence de moyens permettant de remédier adéquatement à cette exposition au risque de crédit de la part des clients et des contreparties, la position financière des firmes membres pourrait subir de répercussions négatives.

Les membres de l'industrie aimeraient également avoir des éclaircissements sur la structure de l'appel de marge de 7 h 15 qui est proposé. À l'heure actuelle, on ne sait pas clairement si cet appel reflétera les fluctuations des cours des contrats pendant la séance prolongée. Si tel est le cas, cela représente un risque pour les firmes, qu'elles décident de participer ou non à la séance de nuit, puisque leurs positions en cours seront assujetties à des marges de variation fondées sur les cours de cette séance.

Cette exposition importante aux événements boursiers et politiques survenant pendant la nuit est exacerbée par le fait que l'appel de marge de 7 h 15 a lieu à un moment où le personnel des services post-marchés des courtiers est peu nombreux, où les clients et les contreparties ne sont pas disponibles pour fournir des dépôts de garantie compensatoires au participant et où le participant n'a pas un accès immédiat à des sources de liquidités secondaires. Les implications pour les liquidités des firmes pourraient être considérables en cas d'événements entraînant une pression importante sur le marché nocturne.

En outre, nous doutons fort que les systèmes actuels de la CDCC soient capables de prendre en charge cette initiative. Les systèmes de la CDCC devront être mis à jour pour prendre en charge les modifications proposées si la Bourse met en œuvre l'initiative malgré le faible appui de l'industrie.

Soutien de la Bourse de Montréal

Nos membres ont aussi des inquiétudes en ce qui concerne le soutien offert par la Bourse, la Division de la réglementation et la CDCC si la proposition est mise en œuvre. Les participants de l'industrie se posent plusieurs questions :

- Le Service des opérations de marché offrira-t-il le soutien nécessaire pendant les heures de négociation prolongées?
- Le Centre d'assistance technique offrira-t-il le soutien nécessaire pendant les heures de négociation prolongées?
- Le Service des technologies de l'information de la Bourse offrira-t-il le soutien nécessaire pendant les heures de négociation prolongées?
- La Division de la réglementation offrira-t-elle le soutien nécessaire pendant les heures de négociation prolongées?
- La CDCC offrira-t-elle le soutien nécessaire pendant les heures de négociation prolongées?
- La Bourse a-t-elle évalué le coût de ce soutien accru aux participants au marché?

Nous croyons qu'un soutien adéquat doit être offert à nos membres durant les heures de négociation prolongées si le projet est adopté. Des préoccupations subsistent malgré les réponses fournies aux membres de l'industrie.

Ordres en temps réel – risque accru

Nos membres estiment qu'il serait déraisonnable de s'attendre à ce que les participants agréés de la Bourse surveillent leurs ordres au registre de 2 h à 16 h 15. Les membres croient qu'il serait aussi déraisonnable de s'attendre à ce que les participants agréés assument le risque de marché pendant les heures de négociation non conventionnelles.

Incidences technologiques

Une autre difficulté que la Bourse n'a peut-être pas évaluée correctement consiste à savoir si les applications de TI et de surveillance existantes offertes par des fournisseurs tiers seront capables de prendre en charge la prolongation des heures de négociation. Ici encore, les membres se posent des questions :

- La Bourse a-t-elle discuté de son projet avec les fournisseurs tiers?
- La Bourse s'est-elle renseignée sur les délais de traitement par lots des fournisseurs tiers?
- La Bourse a-t-elle évalué l'incidence de son projet sur les outils de surveillance de nos membres?

Il subsiste des inquiétudes malgré les réponses données à nos membres.

Revenus de la Bourse – comment sont-ils générés?

La Bourse indique qu'une très grande partie de son activité de négociation provient de Londres. L'ACCVM en convient. Cependant, le segment de la clientèle qui a demandé la prolongation de l'horaire de négociation est aussi largement composé d'entités qui négocient souvent d'importants volumes sans essuyer de perte ni réaliser de profit.

Ces négociateurs versent à la Bourse des droits minuscules en comparaison des banques et des courtiers canadiens qui appuient le marché canadien depuis si longtemps.

Il faut prendre en considération les revenus que la Bourse tire des participants qui ont demandé ce changement par rapport à ceux qu'elle tire des membres qui y sont opposés. La Bourse doit analyser ces revenus plutôt que de se concentrer uniquement sur les volumes de négociation de ces participants étrangers.

Y a-t-il un profit à réaliser?

La Bourse a donné des indications à nos membres quant aux profits qui devraient découler de l'initiative proposée.

La Bourse estime qu'environ 10 % à 15 % du volume quotidien serait négocié pendant les heures de négociation prolongées.

Or, le problème est que nous ne prévoyons pas que le volume global de nos membres augmente de 10 % à 15 % par suite de la prolongation des heures de négociation. De plus, même s'il était réaliste d'envisager que la prolongation des heures de négociation produise une augmentation de 10 % du volume, la baisse de volume pendant la séance de négociation « normale » et les coûts additionnels assumés par nos membres pour réaliser les changements nécessaires en ce qui concerne leur personnel, leur administration et leur infrastructure feraient en sorte que nos membres ne verraient aucune augmentation de leurs profits.

L'exemple du Chicago Mercantile Exchange Group (« CME »)

Le 12 avril 2017, CME, l'une des plus grandes bourses du monde, a publié le communiqué de presse suivant (traduction libre) :

« CME Group ferme deux établissements à Londres d'ici la fin de l'année après que ceux-ci ont essuyé des pertes de plus de 100 millions de dollars [...].

« Bien que l'Europe demeure un marché en expansion et d'une importance capitale pour CME Group [...],

nos clients ont indiqué qu'ils préfèrent accéder à nos produits internationaux, bénéficier de notre grande liquidité et jouir d'une meilleure productivité de leurs capitaux en passant par notre infrastructure aux États-Unis", a déclaré William Knottenbelt, CME Group, directeur principal, international. »

Nous prévoyons un résultat similaire si la Bourse prolonge ses heures de négociation comme elle le propose.

Réputation du marché – risque d'atteinte à la réputation

Nous pensons que la Bourse doit se montrer prudente dans son évaluation de cette nouvelle initiative et de son effet sur l'industrie.

L'industrie est loin d'être convaincue que la Bourse dispose de mécanismes suffisants pour limiter les possibles décalages des cours au sein du marché pendant les périodes de tension. Les répercussions d'événements extérieurs entraînant des mouvements de marché pendant l'horaire de négociation prolongé seront exacerbées par la faiblesse de la liquidité. La capacité de circonscrire les événements perturbateurs ou les erreurs de saisie (fautes de frappe) dans ces circonstances sera restreinte. Cette difficulté est aggravée par le flou qui entoure les sources auxquelles la Bourse fera appel pour déterminer si une opération est excessive (hors de la fourchette de non-annulation) compte tenu du manque de transparence qui peut entourer les instruments sous-jacents pendant l'horaire de négociation prolongé.

Les participants qui demandent la prolongation de la séance de négociation se montreront peu fiables s'ils n'en tirent pas de profit. Si la Bourse met en place cette séance initiale et que les « fournisseurs de liquidité » n'y participent pas, c'est la réputation du marché des dérivés canadien qui sera en jeu.

Nous ne croyons pas que le risque d'atteinte à la réputation vaille les gains de revenu minimes qui pourraient éventuellement être tirés de cet exercice.

L'analyse de la Bourse

En discutant avec le service des marchés financiers de la Bourse, les membres du comité des dérivés de l'ACCVM ont appris que cette initiative était un objectif de 2017 (« elle aura lieu », « la prolongation des heures de négociation sera mise en œuvre ») devant être mis en œuvre en 2018. Au moment où nous avons entendu parler pour la première fois de la prolongation des heures de négociation, la Bourse n'avait pas encore terminé son analyse des incidences du projet.

Nous trouvons par ailleurs que la documentation fournie aux membres par la Bourse en 2017 afin de justifier l'initiative négligeait certaines répercussions importantes (qui sont mentionnées dans la présente lettre).

En outre, lorsque nous avons demandé pour la première fois à la Division de la réglementation de la Bourse de nous faire part de son analyse des incidences réglementaires, on nous a répondu que l'analyse venait de commencer et n'était pas terminée. Lorsque la proposition officielle a été publiée en novembre 2017, nous avons de nouveau demandé à la Division de la réglementation de nous fournir son analyse du projet

puisque la circulaire affirmait que « [...] la Division examine et analyse de façon indépendante toutes les propositions afin d'en évaluer les répercussions sur ses activités et celles des participants agréés [...] » (soulignement ajouté). La Division de la réglementation ne nous a pas fourni son analyse. On nous a plutôt dit que la division commerciale de la Bourse pourrait répondre à toutes nos questions. Les inquiétudes subsistent.

En 2017, on nous a également dit que la Bourse était encore en discussion avec la CDCC afin de trouver des solutions à certains problèmes liés à la compensation.

Encore une fois, nos membres avaient de grandes inquiétudes. Comment un projet a-t-il pu recevoir le « feu vert » au début de 2017 sans qu'une analyse des aspects commerciaux et réglementaires et des aspects liés à la compensation soit terminée?

Nous croyons que l'analyse de ces aspects aurait dû être achevée avant que la Bourse prenne la décision de mettre en œuvre la prolongation des heures de négociation. Comme mentionné précédemment, nos membres se sont fait répondre au début de 2017 que l'initiative « aura[it] lieu ».

Il convient aussi de noter que la circulaire 023-17 publiée par la Bourse au sujet de la mission de la Division de la réglementation de la Bourse affirme que la Division « *est responsable des fonctions de réglementation du marché pour la Bourse de Montréal Inc. La mission de la Division est de promouvoir l'intégrité des marchés de produits dérivés négociés à la Bourse ou au Canada grâce à l'élaboration et à l'application cohérente de règles et de politiques claires, justes et bien adaptées au besoin du marché.* » Nous croyons qu'en dépit de l'indépendance de son analyse (que nous n'avons pas vue et à laquelle on ne nous a pas donné accès), la Division de la réglementation néglige peut-être certaines incidences négatives sur le marché si elle finit par donner son aval au projet de prolongation de la séance de négociation.

L'industrie trouve également inquiétante l'implication de la Division de la réglementation dans le projet commercial de la Bourse tout au long de l'année 2017. Les membres ont donc d'autres questions :

- Comment la Bourse a-t-elle pu donner le « feu vert » à cette initiative au début de 2017, avant que l'analyse réglementaire soit terminée?
- La Division de la réglementation a-t-elle eu un droit de regard sur le projet?
- La Division de la réglementation aurait-elle pu bloquer ce projet, ou tout autre projet, si les risques réglementaires étaient jugés trop importants pour le marché canadien?
- Pourquoi n'a-t-on pas fourni aux membres de l'industrie une copie de l'analyse indépendante de la Division de la réglementation du projet si les incidences sur les participants agréés ont été analysées?
- Pourquoi, lorsque nous avons demandé à prendre connaissance de l'analyse du projet de la Division de la réglementation, nous a-t-on répondu que la division commerciale de Bourse pouvait répondre à toutes nos questions? La Division de la réglementation ne devrait-elle pas être indépendante de la division commerciale de la Bourse?

Il convient de souligner que l'industrie croit fermement que l'Autorité des marchés financiers devrait prendre part à l'évaluation de ce projet. Les risques qu'il implique sont trop importants pour le marché canadien. On ne peut se permettre une évaluation erronée des incidences de cette initiative.

Conclusion

Comme mentionné précédemment, l'industrie dans son ensemble n'appuie pas ce projet. Les membres de l'ACCVM sont peu enclins à l'appuyer. Les clients de nos membres (les « gens d'ici ») sont également inquiets des incidences négatives que le projet aura sur l'intégrité du marché.

En bref, les membres de l'industrie ont d'importantes inquiétudes. Nos membres prévoient des problèmes importants qui toucheront les aspects suivants :

- la liquidité du marché,
- la liquidité du marché au comptant,
- l'intégrité du marché,
- la réputation du marché canadien.

Ils s'attendent également à ce qui suit :

- des écarts de prix susceptibles de faire augmenter le risque de manipulation du marché,
- des risques financiers et réglementaires accrus.

En tant qu'entreprise à but lucratif, la Bourse ne doit pas se soustraire à sa responsabilité de gardienne du principal marché des dérivés au Canada dans le but de dégager des gains différentiels aux dépens des participants au marché et au risque d'un effet nocif sur l'intégrité du marché.

Nous croyons fermement que l'Autorité des marchés financiers devrait prendre part à l'évaluation des risques et des incidences de ce projet afin de veiller à ce que les répercussions possibles sur l'intégrité du marché soient traitées comme il se doit. L'ACCVM et ses membres ont de sérieuses inquiétudes. Ces inquiétudes se sont avivées récemment, lorsque nos membres ont appris que l'initiative ferait l'objet d'une période de consultation de 90 jours. Cette durée est nettement insuffisante compte tenu des importantes difficultés logistiques qui se présentent pour nos membres.

De plus, nous avons également de sérieuses réserves en ce qui a trait à l'état de préparation de nos membres et de celui de la Bourse à l'égard de cette initiative sur les volets suivants :

- Technologie interne
- Technologie externe
- Opérations
- Réglementation
- Conformité
- Gestion des risques

Si nos membres ne s'engagent pas à participer à la prolongation des heures de négociation et à être adéquatement équipés pour la prendre en charge, la Bourse pourrait fort bien se diriger vers un échec. Le manque de préparation du marché pourrait aussi créer un environnement où les chances ne sont pas égales pour tous.

De façon générale, nous sommes fermement d'avis que cette initiative ne constitue pas un usage

raisonnable des ressources de la Bourse ni de celles des participants.

Nous vous rappelons que, comme toujours, l'ACCVM et ses membres demeurent à votre disposition pour de plus amples consultations.

Veillez agréer, Maîtres, nos sincères salutations.



Annie Sinigagliese
Directrice générale
Association canadienne du commerce des valeurs mobilières
asinigagliese@iiac.ca



PAR COURRIEL SEULEMENT
asinigagliese@iac.ca

Le 13 avril 2018

Madame Annie Sinigagliese
Directrice générale
L'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières
1, Place Ville-Marie
Bureau 2901
Montréal (Québec) H3B 0E9

Objet : Projet de prolongation des heures de négociation de la Bourse de Montréal (le « projet »)

Madame,

La présente fait suite à votre lettre du 30 janvier 2018 (la « **lettre d'observations** ») adressée au nom de l'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières (l'« **ACCVM** ») au sujet de la [circulaire 165-17](#) (Sollicitation de commentaires - Modification des règles et des procédures de Bourse de Montréal Inc. relativement à la prolongation de ses heures de négociation) (la « **circulaire 165-17** ») et de la [circulaire 166-17](#) (Sollicitation de commentaires - Modifications des règles et des procédures de Bourse de Montréal Inc. afin d'élargir la définition de personne approuvée) (la « **circulaire 166-17** ») publiées par Bourse de Montréal Inc. (la « **Bourse** ») le 14 novembre 2017.

Elle fait également suite à la lettre de l'ACCVM du 19 mai 2017 (la « **lettre initiale** ») au sujet du projet ainsi qu'à la réponse de la Bourse du 31 juillet 2017 (la « **lettre de juillet de la Bourse** »).

La Bourse tient à réitérer ses sincères remerciements à l'ACCVM pour les commentaires et les questions dont elle a fait part dans sa lettre d'observations et sa lettre initiale. Il est primordial pour la Bourse de dialoguer avec toutes les parties prenantes, y compris l'ACCVM, au moment où elle s'engage dans cette initiative stratégique. Comme vous le savez, ce projet vise à mener le marché canadien des dérivés à la phase suivante de son développement et à créer des retombées positives pour tous les participants au marché. La Bourse apprécie l'empressement de l'ACCVM à contribuer à la réalisation de cette entreprise en répondant à ses diverses sollicitations de commentaires.

Motifs de la prolongation des heures de négociation de la Bourse

Le phénomène de la mondialisation touche de nombreux secteurs, y compris les marchés de produits dérivés. Au fil des années, la Bourse s'est imposée comme marché de référence au Canada. Si la Bourse est incontestablement un acteur fort à l'échelle nationale, la demande à l'égard des produits dérivés canadiens inscrits en bourse connaît une croissance mondiale et les besoins des participants au marché évoluent. À l'instar de plusieurs maisons de courtage canadiennes qui élargissent leur offre à l'étranger, la Bourse a atteint un tournant décisif de son développement. La Bourse a donc décidé de prolonger ses heures de négociation afin de refléter l'aspect évolutif des marchés, de poursuivre le développement de ses marchés et de répondre aux besoins des participants au marché et des utilisateurs finaux de ses produits. Elle satisfera ainsi les besoins en matière de négociation et de gestion du risque à l'échelle mondiale. La Bourse est l'une des rares bourses de dérivés à n'être ouverte que pendant les heures d'ouverture locale. Grâce à la prolongation de ses heures de négociation, la Bourse compte favoriser et accroître encore davantage la transparence, l'établissement des cours et la participation au marché, ce qui, à long terme, devrait contribuer à accroître la profondeur et la liquidité du marché pour les dérivés inscrits à sa cote. À terme, ces retombées devraient profiter au marché canadien des dérivés inscrits en bourse et à ses participants en général. Bien que la Bourse soit sensible au fait que l'adaptation à la prolongation des heures de négociation puisse exiger des ressources en fonction de la situation particulière de chaque participant ou membre compensateur, elle espère établir des partenariats avec l'ensemble de ses parties prenantes afin de rendre le Canada accessible au monde entier.

Réponses aux observations et aux questions de l'ACCVM

La lettre d'observations contient de nombreuses observations et questions pertinentes. Bien qu'elle ait déjà donné certaines réponses à ces observations dans sa lettre de juillet, la Bourse désire y apporter les précisions figurant ci-après.

I) Liquidité du marché

Les membres canadiens ont incontestablement apporté un appui indéfectible au marché à terme canadien, et la Bourse demeure reconnaissante des liens étroits et suivis que cet appui a permis de nouer. Au cours des dernières années, la dynamique du marché à terme s'est transformée. L'évolution importante de la participation et du soutien des membres et des participants au marché étrangers a fortement contribué à la croissance de l'ensemble des marchés de la Bourse. La Bourse a décidé de prolonger ses heures de négociation afin de poursuivre le développement de ses marchés et de répondre aux besoins des participants au marché et des utilisateurs finaux de ses produits non seulement au pays, mais aussi ailleurs dans le monde. La Bourse considère que la prolongation de ses heures de négociation contribuera à répondre aux besoins de négociation et de gestion des risques d'un nombre accru de participants au marché à l'échelle mondiale. Plus particulièrement, la possibilité d'avoir accès aux produits dérivés canadiens cotés pendant une période prolongée devrait entraîner une efficacité accrue de la gestion de portefeuille, étant donné notamment la dimension mondiale des marchés financiers.

Comme mentionné dans sa lettre de juillet, la liquidité du marché est une préoccupation quotidienne pour la Bourse. La Bourse reconnaît qu'en dehors des heures normales, la liquidité du marché peut présenter des défis, en particulier lors du lancement du projet et aux premières étapes. Elle s'engage donc à faire tout ce qui est en son pouvoir pour favoriser le développement d'une liquidité saine durant cette période, de même que pendant les heures normales de négociation. La Bourse dispose d'un véritable réseau de participants internationaux et mettra

l'ensemble de celui-ci à profit afin d'accroître la participation au marché. Par conséquent, elle estime que les conditions permettant de constituer la liquidité seront réunies.

De fait, la Bourse constate que plusieurs bourses de dérivés ouvertes au-delà des heures d'ouverture locales (y compris les bourses de dérivés nord-américaines) ont réussi à développer au fil des années un niveau de liquidité acceptable pour leurs contrats phares pendant la prolongation des heures d'ouverture, essentiellement grâce à l'internationalisation de leur clientèle.

L'exemple de la plage horaire de 6 h à 7 h

L'évolution de la liquidité pour les produits phares de la Bourse dans la première heure de négociation actuelle (de 6 h à 7 h) peut être utilisée comme indicateur du développement futur de la liquidité pendant les heures de négociation prolongées. Une analyse approfondie des données de marché antérieures permet de conclure que la liquidité au cours de la première heure de négociation s'est sensiblement améliorée au fil des ans au regard des paramètres de l'écart acheteur-vendeur, du volume et de la profondeur du registre. En 2017, pendant cette première heure, le coût associé au fait de traverser l'écart (*cross the spread*) était sensiblement inférieur à ce qu'il était en 2005. Cette évolution découle du resserrement exponentiel de l'écart acheteur-vendeur moyen, qui est passé de 52 échelons de cotation en 2005 à 1,2 échelon de cotation en 2017 pour le contrat CGB, et de 4,7 échelons à 0,53 échelon en moyenne pour l'échéance rapprochée du BAX. Ce resserrement représente une amélioration de la valeur de l'écart notionnel de 508 \$ par contrat pour le CGB (de 520 \$ à 12 \$) et de 105 \$ par contrat pour le BAX (de 118 \$ à 13 \$). Le volume moyen en tête du registre a lui aussi connu une amélioration considérable pour l'échéance rapprochée du BAX (de 230 contrats en 2005 à 1 200 contrats en 2017, pour l'offre et la demande respectivement) et est demeuré similaire pour le CGB (environ 20 contrats pour l'offre comme pour la demande). La combinaison d'écarts plus serrés et de volumes d'offre et de demande accrus, non seulement en tête du registre, mais pour tous les niveaux de profondeur, a contribué à l'amélioration globale de la profondeur du registre et de la qualité du marché. L'activité de marché a aussi augmenté de manière importante pendant la première heure actuelle de négociation pour les produits concernés : cette augmentation se chiffre à 42 % pour les deux dernières années seulement (comparativement à une augmentation de 31 % du volume global pour la journée de négociation entière). Sur cette augmentation de 42 % du volume de la première heure de négociation observée entre 2015 et 2017, une proportion de 33 % est attribuable aux flux étrangers (par rapport à une proportion de 9 % attribuable aux flux nationaux). Ces données indiquent certainement une tendance de demande croissante pour les produits de la Bourse aux premières heures de la journée.

Maintien de marché

Pour les heures de négociation prolongées, la Bourse cherche à établir des partenariats avec des sociétés nationales et internationales en vue de favoriser la liquidité, plus précisément au moyen de programmes de maintien de marché. Le 1^{er} mars 2018, la Bourse a publié un appel de déclarations d'intérêt ([circulaire 032-18](#)) dans lequel elle demandait aux parties intéressées de lui fournir des commentaires au sujet de la structure du programme de maintien de marché suivant la prolongation des heures de négociation, le but étant de parvenir à une conception optimale qui contribuera à favoriser la liquidité du marché pendant ces heures. La Bourse a reçu des commentaires à ce sujet. Elle publiera, au cours des prochaines semaines, une demande de propositions officielle qui permettra aux sociétés qui le désirent de déposer des propositions relativement aux activités de maintien de marché. La Bourse a aussi entamé plusieurs discussions

avec des participants au marché en ce qui concerne leur volonté de s'acquitter des obligations de maintien de marché pendant les heures de négociation prolongées, notamment le maintien d'une taille minimale, d'un écart maximal et d'un taux de présence minimal convenus pour les contrats clés. En bref, certains mainteneurs de marché actuels et éventuels ont manifesté un intérêt substantiel pour un tel programme. De plus, d'autres participants ont également fait savoir que, même s'il était possible qu'ils ne participent pas au programme de maintien de marché, ils seraient présents sur le marché pour apporter de la liquidité à ces moments. La Bourse offre déjà aux participants au marché admissibles la possibilité de s'inscrire à un programme de rabais de volume. Ce programme incitatif sera aussi offert pendant les heures de négociation prolongées et motivera la communauté à fournir de la liquidité pendant ces heures.

Au vu de ce qui précède, la Bourse est convaincue qu'il est possible de favoriser la liquidité et qu'au fil du temps, celle-ci se développera pendant les heures de négociation prolongées, comme elle s'est améliorée par le passé.

II) Intégrité du marché

La Bourse désire rassurer l'ACCVM en confirmant que le Service des opérations de marché (le « SOM ») et la Division de la réglementation de la Bourse (la « Division ») appliqueront et feront respecter les mêmes règles et procédures pendant les heures de négociation prolongées que pendant les heures normales. En outre, la Division de la réglementation surveillera régulièrement l'activité des heures prolongées et pourrait adapter ses propres activités au besoin. Comme pour tout autre projet commercial mené par la Bourse, la Division a réalisé une analyse indépendante du projet pour en évaluer les incidences sur ses activités.

L'ACCVM a soulevé des inquiétudes quant à la manière dont la Bourse évaluerait le caractère raisonnable de la détermination du cours des échanges physiques pour contrats (ou « EFP »), des échanges d'instruments dérivés hors bourse pour contrats (ou « EFR ») et des opérations en bloc pendant les heures de négociation prolongées. Lorsqu'il détermine le caractère adéquat d'une opération EFP ou EFR, le SOM tient compte de trois facteurs : la corrélation, le ratio de couverture et la valeur de la base réelle.

Le critère de la corrélation renvoie au fait que la Bourse doit déterminer si l'instrument du marché au comptant (obligation) ou l'instrument dérivé hors bourse (swap) est suffisamment corrélé au titre le moins cher à livrer. Pour ce faire, elle réalise une analyse de régression entre les deux instruments concernés. Pour les opérations EFP et EFR sur titres à revenu fixe, le seuil est un coefficient de 0,70. Une corrélation inférieure à ce seuil entraîne le refus de l'opération. Le critère du ratio de couverture implique que la Bourse doit déterminer si la valeur notionnelle des instruments du marché au comptant ou des instruments dérivés hors bourse est à peu près semblable à la valeur notionnelle des contrats à terme. Enfin, le critère de valeur de la base réelle signifie que la Bourse doit déterminer si la valeur de la base est représentative des conditions du marché. La base correspond à l'écart entre le contrat à terme et le cours de l'instrument du marché au comptant ou de l'instrument dérivé hors bourse. Selon l'expérience de la Bourse, dans une conjoncture normale, l'écart entre les deux instruments varie peu au quotidien. Les jours de négociation où la Banque du Canada modifie son taux directeur, on observe des variations plus importantes comparativement aux opérations exécutées avant l'annonce de cette décision (ces annonces ont toutefois lieu pendant les heures normales de négociation). La Bourse appliquera cette procédure sans changement pendant les heures de négociation prolongées. Compte tenu de ce qui précède, la Bourse est d'avis qu'elle peut réaliser cette évaluation pendant les heures de négociation prolongées, comme elle le fait pendant les heures de négociation actuelles.

En conclusion, la Bourse est d'avis qu'elle a mis en place les ressources adaptées pour protéger et préserver l'intégrité du marché dans les cas où la profondeur et la liquidité ne suffiraient pas.

III) Réputation du marché

Pendant les périodes de tension (comme lors de la crise financière de 2008), la liquidité s'assèche de manière générale, quelle que soit l'heure de la journée de négociation. Cela est souvent la conséquence d'un événement de type « cygne noir » et est généralement inévitable. La Bourse croit important d'établir une distinction entre sa capacité de justifier une perturbation des prix qui résulte d'événements extérieurs au marché par opposition à des erreurs de saisie qui n'ont rien à voir avec de tels événements.

En cas d'événements extérieurs au marché, comme elle le fait maintenant, la Bourse analysera les données concernées et tentera de déterminer si une fluctuation particulière des cours est justifiée. En cas d'erreur, la Bourse communiquera avec les deux parties et tentera de les amener à annuler l'opération si elles y consentent. Sinon, la Bourse forcera un ajustement de prix. L'ajustement de prix sera fondé sur un calcul du cours de référence de l'instrument, auquel seront ajoutés ou dont seront soustraits les incréments de la fourchette de non-annulation. Le cours de référence sera calculé au moyen des données de marché antérieures et postérieures à l'opération, parmi toutes les autres données de marché pertinentes.

En bref, rien n'empêche la Bourse d'effectuer les mêmes calculs et de recourir aux mêmes mesures et procédures pendant les heures de négociation prolongées que pendant les heures normales de négociation actuellement en vigueur.

IV) Heure d'ouverture

Les heures d'ouverture, les étapes de négociation et les séances de négociation varient selon les différentes bourses de dérivés comparables et dépendent des besoins, des objectifs et des réalités de marché de chacune de ces entreprises. La Bourse croit que l'heure proposée de 2 h (HE) est une heure d'ouverture raisonnable et appropriée pour sa séance de négociation compte tenu des besoins des participants au marché et des objectifs de l'entreprise. La Bourse est convaincue que la prolongation de ses heures de négociation par l'ouverture à 2 h (HE) contribuera à l'atteinte de ses objectifs d'expansion mondiale et répondra à la demande des investisseurs internationaux qui désirent un devancement de l'heure d'ouverture. Enfin, la Bourse n'a pas l'intention de formuler des commentaires sur l'importance de ses produits, leur pertinence ou l'utilisation de ceux-ci en regard d'autres produits comparables.

V) Premier entré, premier sorti

L'algorithme suivant le principe du « premier entré, premier sorti » qu'utilise la Bourse de Montréal (la « Bourse ») depuis sa création récompense la prise de risque et le déploiement d'efforts. Il s'agit d'un modèle de marché qui est actuellement utilisé de manière efficace par d'autres bourses internationales. Le passage complet d'un modèle de marché à un autre ou l'ajout de fonctionnalités d'ordres cachés peut entraîner des modifications radicales et déraisonnables de la dynamique du marché, ce qui pourrait aller à l'encontre de l'intérêt de l'ensemble du marché. À l'heure actuelle, la Bourse demeure d'avis que son modèle de marché est pertinent et qu'il soutient adéquatement la négociation des participants. La prolongation des heures de négociation et le choix du modèle de marché doivent être considérés comme deux décisions de gestion distinctes.

Qui plus est, il n'est pas dans l'intention de la Bourse de favoriser ou de pénaliser un sous-groupe particulier de participants au marché. La Bourse vise plutôt à harmoniser l'expérience de négociation pour les participants au marché qui exercent leurs activités pendant les heures de négociation normales et pendant les heures de négociation prolongées. Lorsqu'elle a sollicité des commentaires à l'égard du projet, la Bourse n'a pas interdit ou limité l'accès aux services qu'elle offre, ni par une règle, ni par des frais, ni autrement. Au contraire, le contenu de la circulaire 165-17 indique clairement que les modifications des règles de la Bourse sont d'ordre mineur. Hormis quelques rares exceptions mentionnées dans la circulaire en question, toutes les règles et procédures actuelles de la Bourse s'appliqueront pendant les heures de négociation prolongées, et il s'agit là d'un principe très important pour la Bourse. Les quelques modifications proposées par la Bourse visent à favoriser la liquidité pendant les heures de négociation prolongées, ce qui est à l'avantage de tous les participants au marché, et non seulement d'un petit nombre d'entre eux.

VI) La Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (la « CDCC »)

La CDCC a répondu dans sa [circulaire 157-17](#) à la grande majorité des préoccupations soulevées dans la lettre d'observations. La circulaire explique en détail les modifications des activités de compensation et de règlement de la CDCC qui sont requises par le projet. En résumé, la CDCC propose d'adapter ses processus opérationnels, ses règles et ses manuels afin d'assurer la compensation des opérations exécutées pendant les heures de négociation prolongées. Tous les changements proposés respectent les normes réglementaires en vigueur, notamment les *Principes relatifs aux infrastructures des marchés financiers* élaborés par le Comité sur les paiements et les infrastructures de marché et l'Organisation internationale des commissions de valeurs. Toutes les opérations conclues pendant les heures de négociation prolongées feront l'objet d'une novation en temps réel, comme c'est le cas actuellement pendant les heures normales de négociation. Par conséquent, le risque de contrepartie ne devrait pas être un motif d'inquiétude puisque la CDCC sera la contrepartie de chaque opération.

En outre, la CDCC effectue actuellement des appels de marge intrajournaliers à 10 h 30 et à 12 h 45, en plus d'un appel de marge de fin de journée à 17 h 30, afin d'atténuer les risques associés à la compensation des instruments dérivés. Dans le cadre du projet, la CDCC ajoutera un appel de marge intrajournalier de début de journée à 7 h 15 (par opposition à un appel de marge de variation). Cela aura pour effet de limiter au maximum toute exposition éventuelle au risque non couvert pendant les heures de négociation nocturnes. Il est à noter que toutes les autres règles et procédures de la CDCC s'appliqueront pendant les heures de négociation prolongées, sans modification.

La CDCC appuie sans réserve l'initiative de la Bourse et sera prête à l'avance pour la première journée de négociation où l'ouverture aura lieu à 2 h.

VII) Autres considérations

La lettre d'observations soulevait d'autres préoccupations, dont certaines ont déjà été traitées dans la lettre de juillet de la Bourse. Dans le cadre du processus d'autocertification établi en vertu de la *Loi sur les instruments dérivés* du Québec, la Bourse résumera et répondra à tous les commentaires formulés par l'ACCVM, de manière anonyme (sauf entente contraire), dans le cadre des documents d'autocertification.

Nous espérons que la présente lettre offre aux membres de l'ACCVM une meilleure compréhension du projet et l'assurance que la Bourse prend toutes les mesures nécessaires pour assurer la

réussite de ce projet. Cette initiative aidera la Bourse à atteindre ses objectifs stratégiques, mais elle aura surtout pour effet, à terme, d'améliorer la liquidité, la détermination des cours et la transparence des dérivés canadiens inscrits en bourse, soit trois éléments que la Bourse juge favorables au maintien d'un marché des capitaux florissant. Bien que nous ayons tous une adresse au Canada, le marché auquel nous nous adressons est maintenant une réalité mondiale.

Veillez agréer, Madame, l'expression de mes sentiments les meilleurs.

[signature]

Robert Tasca

Directeur, Produits dérivés sur titres à revenu fixe, Bourse de Montréal

c. c. : Luc Fortin, Bourse de Montréal

Glenn Goucher, Corporation canadienne de compensation de produits dérivés

Julie Rochette, Bourse de Montréal

Sabia Chicoine, Bourse de Montréal, Corporation canadienne de compensation de produits dérivés