

CIRCULAIRE 089-21

Le 18 mai 2021

SOLLICITATION DE COMMENTAIRES

MODIFICATION DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC. RELATIVEMENT AUX OPÉRATIONS D'ÉCHANGE DE DÉRIVÉS HORS BOURSE POUR CONTRATS À TERME SUR INDICE BOURSIER ET CONTRATS À TERME SUR ACTIONS

Le 11 mai 2021, le comité des règles et politiques de Bourse de Montréal Inc. (la « **Bourse** ») a approuvé des modifications à l'article 6.208 des règles de la Bourse relativement aux opérations d'échange de dérivés hors bourse pour contrats à terme sur indice boursier et contrats à terme sur actions afin de clarifier les types de swaps sur indice boursier qui sont admissibles aux termes des règles relatives aux opérations d'échange de dérivés hors bourse pour contrats et d'offrir une flexibilité accrue.

Les commentaires relatifs aux modifications proposées doivent nous être présentés au plus tard le **18 juin 2021**. Prière de soumettre ces commentaires à :

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

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

M^e Philippe Lebel
Secrétaire général et directeur général
des affaires juridiques
Autorité des marchés financiers
Place de la Cité, tour Cominar
2640, boulevard Laurier, bureau 400
Québec (Québec) G1V 5C1
Télécopieur : (514) 864-8381
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

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

Annexes

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

Processus d'établissement de règles

La Bourse est autorisée à exercer l'activité de bourse et est reconnue à titre d'organisme d'autoréglementation par l'Autorité. Le conseil d'administration de la Bourse a délégué au comité des règles et politiques l'approbation des règles, des politiques et des procédures, lesquelles sont par la suite soumises à l'Autorité conformément au processus d'autocertification, tel que prévu par la *Loi sur les instruments dérivés* (RLRQ, chapitre I-14.01).

Tour Deloitte

1800-1190 avenue des Canadiens-de-Montréal, C.P. 37, Montréal (Québec) H3B 0G7

Téléphone: 514 871-2424

Sans frais au Canada et aux États-Unis: 1 800 361-5353

Site Web: www.m-x.ca



**MODIFICATION DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC. RELATIVEMENT AUX OPÉRATIONS
D'ÉCHANGE DE DÉRIVÉS HORS BOURSE POUR CONTRATS À TERME SUR INDICE BOURSIER ET
CONTRATS À TERME SUR ACTIONS**

TABLE DES MATIÈRES

I.	DESCRIPTION	2
II.	MODIFICATIONS PROPOSÉES	2
III.	ANALYSE	2
	a. Contexte	2
	b. Objectifs	3
	c. Analyse comparative	4
	d. Analyse des incidences	5
	i. Incidences sur le marché	5
	ii. Incidences sur les systèmes technologiques	5
	iii. Incidences sur les fonctions de réglementation	5
	iv. Incidences sur les fonctions de compensation	6
	v. Intérêt public	6
IV.	PROCESSUS	6
V.	DOCUMENTS EN ANNEXE	6

I. DESCRIPTION

La Bourse de Montréal (la « Bourse ») propose d'apporter des modifications à ses règles en ce qui concerne les caractéristiques des swaps sur indice admissibles aux fins des opérations d'échange de dérivés hors bourse pour contrats à terme sur indice boursier et contrats à terme sur actions. Les modifications proposées découlent des commentaires reçus de participants agréés et de parties prenantes internes de la Bourse qui souhaitent, d'une part, que la Bourse clarifie les types de swaps sur indice boursier qui sont admissibles aux termes des règles relatives aux opérations d'échange de dérivés hors bourse pour contrats (les « opérations EFR ») et, d'autre part, qu'elle offre une flexibilité accrue en réduisant le coefficient de corrélation des swaps par rapport à l'indice sous-jacent, le coefficient actuel étant considéré comme trop contraignant en comparaison aux autres bourses de contrats à terme.

II. MODIFICATIONS PROPOSÉES

Le tableau de types de contrats à terme et de dérivés hors bourse acceptés figurant au paragraphe c) de l'article 6.208 des Règles de la Bourse est modifié comme suit :

1. le terme « swap classique du marché hors bourse » est remplacé par le terme « swap sur rendement total » dans les caractéristiques des dérivés swap sur indice acceptés pour les contrats à terme sur indices et sur actions.
2. la corrélation minimale pour les swap sur indice acceptés pour les contrats à terme sur indices passerait de 90 % à 70 %.

III. ANALYSE

a. Contexte

Une opération d'échange de contrats à terme pour des instruments apparentés (un « échange d'instruments apparentés ») consiste en l'exécution simultanée, pour une quantité équivalente, d'une opération de gré à gré sur un contrat à terme ou un contrat d'options 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 correspondant à l'actif sous-jacent du contrat de Bourse.

Une partie à l'échange d'instruments apparentés doit être l'acheteur du contrat de Bourse et le vendeur de la position liée; l'autre partie à cette opération doit être le vendeur du contrat de Bourse et l'acheteur de la position liée. Le contrat de Bourse et la position liée correspondante doivent être exécutés pour des comptes ayant le même propriétaire réel.

Comme indiqué ci-dessus, une opération EFR consiste en l'exécution simultanée d'une opération sur contrat à terme et d'une opération sur un swap hors bourse ou sur un autre dérivé hors bourse correspondant.

La Bourse accepte actuellement les swaps classiques à titre d'instrument dérivé hors bourse dans le cadre des opérations EFR portant sur des contrats à terme sur indice boursier. Le problème réside dans le fait que les swaps classiques sont habituellement associés aux produits sur taux d'intérêt dont les flux financiers sont établis selon des versements d'intérêt réalisés en fonction d'une somme nominale, désignée comme étant le notionnel ou le capital. Les versements

d'intérêt peuvent être assortis de différents taux, être fixes ou variables, et être effectués selon diverses fréquences. Habituellement, un swap classique consiste en l'échange de paiements à taux fixe et de paiements à taux variable dans une même monnaie.

Dans le cas d'un swap sur rendement total, deux parties échangent le rendement total d'un actif unique ou d'un panier d'actifs contre un flux financier périodique, habituellement établi selon un taux d'intérêt variable comme le taux LIBOR, auquel on ajoute ou soustrait une marge, et qui est assorti d'une garantie contre les pertes en capital. Un swap sur rendement total diffère d'un swap classique en ce que l'opération est structurée de telle sorte que l'échange porte sur le rendement total (flux financier, auquel on ajoute ou soustrait l'appréciation ou la dépréciation du capital), et non seulement sur le flux financier.

Par exemple, deux parties peuvent conclure un swap sur rendement total d'un an selon les termes duquel la partie A obtient le taux LIBOR plus une marge fixe (2 %), et la partie B obtient le rendement total de l'indice S&P/TSX 60 sur un capital de 1 million de dollars. Si le taux LIBOR est de 0,5% et si l'indice S&P/TSX 60 s'apprécie de 5 %, la partie A versera un rendement de 5 % à la partie B et recevra un rendement de 2,5 %. À l'échéance du swap, la partie B recevra un paiement net de 25 000 \$ (1 M\$ x 5 % - 2,5 %).

Les swaps sur rendement total permettent à la partie qui obtient le rendement total de prendre une position sur un actif de référence, et d'en tirer profit, sans avoir à le détenir. Ces swaps sont populaires auprès des fonds spéculatifs, car ils leur permettent d'établir des positions importantes moyennant une sortie de fonds minimale.

Il est difficile d'évaluer les instruments dérivés hors bourse¹² en raison du risque d'illiquidité et des fortes variations de l'évaluation pouvant être causées par la fluctuation de la valeur de l'instrument de référence sous-jacent. Par conséquent, il n'est sans doute pas raisonnable d'exiger des participants au marché qu'ils obtiennent une corrélation quasi parfaite (l'exigence actuelle étant fixée à 90 %) entre le produit hors bourse et le contrat à terme sur indice négocié en bourse. Ainsi, de nombreuses bourses ont cessé d'exiger une corrélation minimale précise et modifié leurs règles de sorte qu'elles demandent plutôt une corrélation de prix « raisonnable » entre l'instrument dérivé hors bourse d'une opération EFR et le sous-jacent du contrat de Bourse.

b. Objectifs

Afin de renforcer et de rendre plus complètes nos règles relatives aux échanges d'instruments apparentés, il est capital d'établir des procédures uniformes et cohérentes dans l'ensemble de nos règles à l'égard de ces échanges. De plus, la clarté des procédures de la Bourse est essentielle afin que les participants au marché puissent poursuivre leurs objectifs commerciaux sans élément d'incertitude ni ambiguïté. Elle permet également au Service des opérations de marché de la Bourse de fournir un service exceptionnel et continu sans moment d'hésitation ni restrictions indues.

¹ <https://www.math.nyu.edu/faculty/avellane/EquitiesTransparency-Study.pdf>

² <https://www.ivsc.org/files/file/download/id/192>

Voici les objectifs :

- 1) Faire en sorte que le « swap sur rendement total » devienne un instrument dérivé hors bourse admissible pour les opérations EFR sur indice boursier. Bien qu'une définition de ce terme figure dans les règles de la Bourse relatives aux opérations EFR (« paiements réguliers à taux fixe contre paiements réguliers à taux variable contre le rendement positif ou négatif d'une action, d'un fonds négocié en bourse (FNB), d'un panier de titres ou d'un indice boursier »), l'omission du terme en soi a donné lieu à une certaine confusion parmi les participants quant à son acceptation.

De plus, il est proposé de supprimer le terme « swap classique » de la liste des instruments hors bourse admissibles aux fins d'une opération EFR sur indice boursier, car il s'applique davantage aux dérivés sur taux d'intérêt ou sur devises.

- 2) Faire passer le coefficient de corrélation des opérations EFR sur indice boursier de 90 % à 70 %. Ce changement permettra d'aligner les règles relatives aux opérations EFR sur indice boursier sur les dispositions des politiques de corrélation des swaps sur taux d'intérêt figurant aux alinéas 6.208 (b) et (c) du Chapitre C de la partie 6 (Règles de négociation) des Règles de la Bourse³.

L'exigence de corrélation actuelle de la Bourse, qui est de 90 %, est normalement associée aux opérations d'échange physique pour contrats (« opérations EFP »). Dans une opération EFP, l'exposition à l'actif représentée par la composante au comptant doit être identique à celle du sous-jacent de la composante de contrat à terme. La situation est différente dans le cas d'une opération EFR, qui consiste en l'exécution simultanée d'un contrat à terme de la Bourse et d'une opération correspondante sur un swap hors bourse ou sur un autre dérivé hors bourse.

c. Analyse comparative

Selon notre analyse des politiques établies par des bourses à l'échelle internationale en matière d'échange de contrats à terme pour des instruments apparentés :

- Les bourses CME et ICE ont établi des procédures quasi identiques en matière d'échange d'instruments apparentés. Les deux bourses ne précisent pas le coefficient de corrélation pour les opérations EFR intégrant des contrats à terme sur indice boursier. La règle 538C⁴ de la CME prévoit plutôt ce qui suit (traduction libre de l'anglais) : « *La composante de position liée d'un échange de contrats à terme pour des instruments apparentés doit être la marchandise au comptant sous-jacente au contrat de Bourse ou un instrument sous-jacent, un produit apparenté ou un dérivé hors bourse de cette marchandise dont le prix présente un degré raisonnable de corrélation avec celui de la marchandise sous-jacente au contrat de Bourse* ». Pour obtenir de plus amples renseignements sur les définitions de la CME relativement aux swaps, la Bourse invite les participants à consulter le document Federal Register 77 FR 48207 publié le 13 août 2012 dans lequel sont présentés les définitions des swaps ainsi que la portée de l'exclusion des contrats à livrer⁵.

³ https://rules.m-x.ca/w/mx/fr#lb/a6_208

⁴ <https://www.cmegroup.com/content/dam/cmegroup/rulebook/CME/I/5/5.pdf>

⁵ <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2012-08-13/pdf/2012-18003.pdf>

Les instruments admissibles en tant que composante de la position liée d'un échange de contrats à terme pour des instruments apparentés comprennent les paniers d'actions, qui doivent être fortement corrélés à l'indice et représenter au moins 50 % de la pondération de l'indice sous-jacent ou comprendre au moins 50 % des titres le composant. La valeur notionnelle du panier doit être à peu près égale à la valeur du contrat de Bourse correspondant.

- À la bourse Eurex, les opérations d'échange de contrats à terme pour des instruments apparentés sont appelées « échange pour swaps » (Exchange for Swaps [EFS]). Les opérations au comptant dans les opérations EFS sur indice boursier sont des swaps sur indice boursier ayant les caractéristiques suivantes⁶ :
 - Le panier d'actions dans le cadre du swap doit être constitué d'au moins 10 composantes distinctes de l'indice ou d'un nombre d'actions représentant au moins la moitié de l'indice boursier sous-jacent du contrat à terme.
 - La valeur de marché de la partie du panier d'actions visé par le swap, dont les valeurs font partie de l'indice boursier sous-jacent du contrat à terme, doit s'élever à au moins 20 % de la valeur de marché de l'opération au comptant totale.

d. Analyse des incidences

i. Incidences sur le marché

Voici les incidences prévisibles sur le marché :

- 1) Maintenir l'uniformité entre les bourses de dérivés nord-américaines grâce à l'application de procédures similaires liées aux opérations EFR pour les contrats à terme sur indice boursier.
- 2) S'adapter aux commentaires des clients rapidement et attentivement pour éviter les perturbations et les problèmes d'interprétation des procédures. Les participants au marché ont joué un rôle important en incitant la Bourse à intégrer des modifications claires aux règles de façon rapide et décisive.
- 3) S'efforcer d'uniformiser les règles relatives aux opérations d'échange d'instruments apparentés régissant les produits dérivés de la Bourse.

ii. Incidences sur les systèmes technologiques

La modification proposée ne devrait avoir aucune incidence sur les activités technologiques de la Bourse.

iii. Incidences sur les fonctions de réglementation

⁶ <https://www.eurex.com/ex-en/trade/eurex-t7-entry-services/exchange-for-swaps>

Les modifications proposées ne devraient avoir aucune incidence importante sur les activités de la Division de la réglementation de la Bourse (la « Division »). La Division assure l'examen et le suivi des opérations d'échange d'instruments apparentés.

iv. Incidences sur les fonctions de compensation

La modification des règles n'aura aucune incidence sur les fonctions de compensation de la CDCC.

v. Intérêt public

La Bourse est d'avis que la modification proposée n'est pas contraire à l'intérêt public. Les participants au marché auront un portrait plus précis de la procédure relative aux opérations EFR visant des contrats à terme sur indice boursier, ce qui réduira les risques de confusion et favorisera les occasions d'accroître l'activité liée aux opérations EFR à la Bourse⁷ pour le produit susmentionné.

IV. PROCESSUS

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

V. DOCUMENTS EN ANNEXE

Libellé des modifications proposées des Règles.

⁷ Au 8 avril 2021, aucune opération EFR sur indice boursier n'avait été enregistrée à la Bourse depuis le début de l'année.

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.

[...]

- (c) Échanges de dérivés hors bourse. Sont reconnues par la Bourse les Opérations d'échange de dérivés Hors Bourse pour les Contrats à Terme et les dérivés hors bourse apparentés indiqués ci-dessous.

Types de Contrats à Terme	Dérivés Hors Bourse acceptés
[...]	
Contrats à Terme sur Indices	<p>i) Swap sur indices ayant les caractéristiques suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Swap <u>sur rendement total classique du marché Hors Bourse</u> • Régi par une convention-cadre de l'ISDA^{MD} • Paiements réguliers à taux fixe contre paiements réguliers à taux variable contre le rendement positif ou négatif d'une action, d'un fonds négocié en bourse (FNB), d'un panier de titres ou d'un indice boursier; • Libellé dans la monnaie d'un pays membre du G7 • Corrélation selon un coefficient R de 0,970 ou plus calculé selon une méthodologie généralement acceptée; <p>Ou</p> <p>ii) Toute position simple ou combinaison de positions sur options hors bourse sur indices;</p>

	<p>Ou</p> <p>iii) Forward sur indices:</p> <p>Contrat forward standard entre deux contreparties portant sur l'achat d'une quantité spécifiée d'actions, fonds négociés en bourse (FNB), panier de Valeurs Mobilières ou Indice d'actions, à un prix prédéterminé pour règlement à une date future.</p>
<p>Contrats à Terme sur actions</p>	<p>i) Swap sur actions ayant les caractéristiques suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Swap <u>sur rendement total classique du marché Hors Bourse</u> • Régis par une convention-cadre de l'ISDA^{MD} • Paiements réguliers à taux fixe contre paiements réguliers à taux variable contre le rendement positif ou négatif d'une action, d'un fond négocié en bourse (FNB), d'une part de fiducie, d'un panier de titres ou d'un indice boursier; • Libellé dans la monnaie d'un pays membre du G7; <p>Ou</p> <p>ii) Toute position simple ou combinaison de positions sur options hors bourse sur actions;</p> <p>Ou</p> <p>iii) Forward sur actions:</p> <p>Contrat forward standard entre deux contreparties portant sur l'achat d'une quantité spécifiée d'actions, fonds négociés en bourse (FNB), parts de fiducie, panier de Valeurs Mobilières ou indice d'actions, à un prix prédéterminé pour règlement à une date future.</p>
<p>[...]</p>	

[...]

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.

[...]

- (c) Échanges de dérivés hors bourse. Sont reconnues par la Bourse les Opérations d'échange de dérivés Hors Bourse pour les Contrats à Terme et les dérivés hors bourse apparentés indiqués ci-dessous.

Types de Contrats à Terme	Dérivés Hors Bourse acceptés
[...]	
Contrats à Terme sur Indices	<p>i) Swap sur indices ayant les caractéristiques suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Swap sur rendement total • Régi par une convention-cadre de l'ISDA^{MD} • Paiements réguliers à taux fixe contre paiements réguliers à taux variable contre le rendement positif ou négatif d'une action, d'un fonds négocié en bourse (FNB), d'un panier de titres ou d'un indice boursier; • Libellé dans la monnaie d'un pays membre du G7 • Corrélation selon un coefficient R de 0,70 ou plus calculé selon une méthodologie généralement acceptée; <p>Ou</p> <p>ii) Toute position simple ou combinaison de positions sur options hors bourse sur indices;</p> <p>Ou</p>

	<p>iii) Forward sur indices:</p> <p>Contrat forward standard entre deux contreparties portant sur l'achat d'une quantité spécifiée d'actions, fonds négociés en bourse (FNB), panier de Valeurs Mobilières ou Indice d'actions, à un prix prédéterminé pour règlement à une date future.</p>
<p>Contrats à Terme sur actions</p>	<p>i) Swap sur actions ayant les caractéristiques suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Swap sur rendement total • Régi par une convention-cadre de l'ISDA^{MD} • Paiements réguliers à taux fixe contre paiements réguliers à taux variable contre le rendement positif ou négatif d'une action, d'un fond négocié en bourse (FNB), d'une part de fiducie, d'un panier de titres ou d'un indice boursier; • Libellé dans la monnaie d'un pays membre du G7; <p>Ou</p> <p>ii) Toute position simple ou combinaison de positions sur options hors bourse sur actions;</p> <p>Ou</p> <p>iii) Forward sur actions:</p> <p>Contrat forward standard entre deux contreparties portant sur l'achat d'une quantité spécifiée d'actions, fonds négociés en bourse (FNB), parts de fiducie, panier de Valeurs Mobilières ou indice d'actions, à un prix prédéterminé pour règlement à une date future.</p>
<p>[...]</p>	

[...]