7.3

Réglementation des bourses, des chambres de compensation, des OAR et d'autres entités réglementées

7.3. RÉGLEMENTATION DES BOURSES, DES CHAMBRES DE COMPENSATION, DES OAR ET D'AUTRES ENTITÉS RÉGLEMENTÉES

7.3.1 Consultation

Bourse de Montréal Inc. (la « Bourse ») – Méthode utilisée pour établir les limites de position et fréquences de publication des limites de position - Modifications aux articles 15508, 15608, 15908 et 15998.7 des Règles de la Bourse

L'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité ») publie le projet, déposé par la Bourse, de modifications aux articles 15508, 15608, 15908 et 15998.7 des Règles de la Bourse. Les modifications proposées visent à modifier la méthode utilisée pour établir les limites de position ainsi que la fréquence de publication des limites de position.

(Les textes sont reproduits ci-après.)

Commentaires

Les personnes intéressées à soumettre des commentaires peuvent en transmettre une copie, au plus tard le 29 octobre 2014, à :

Me Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télécopieur : 514 864-6381
Courrier électronique : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Information complémentaire

Pour de plus amples renseignements, on peut s'adresser à :

Roland Geiling
Analyste en produits dérivés
Direction principale de l'encadrement des structures de marché
Autorité des marchés financiers
Téléphone : 514 395-0337, poste 4323
Numéro sans frais : 1 877 525-0337, poste 4323
Télécopieur : 514 873-7455
Courrier électronique : roland.geiling@lautorite.qc.ca

Stéphane Dupuis
Analyste aux OAR
Direction principale de l'encadrement des structures de marché
Autorité des marchés financiers
Téléphone : 514 395-0337, poste 4326
Numéro sans frais : 1 877 525-0337, poste 4326
Télécopieur : 514 873-7455
Courrier électronique : stephane.dupuis@lautorite.qc.ca

☒	Négociation - Dérivés sur taux d'intérêt	☒	Back-office - Options
☒	Négociation - Dérivés sur actions et indices	☒	Technologie
☒	Back-office - Contrats à terme	☒	Réglementation

CIRCULAIRE 135-14
Le 29 septembre 2014

SOLLICITATION DE COMMENTAIRES

METHODE UTILISÉE POUR ÉTABLIR LES LIMITES DE POSITION ET FREQUENCES DE PUBLICATION DES LIMITES DE POSITION

MODIFICATIONS AUX ARTICLES 15508, 15608, 15908 ET 15998.7

Le Comité de Règles et Politiques et le Comité spécial de la réglementation de Bourse de Montréal Inc. (la Bourse) ont approuvé des modifications aux articles 15508, 15608, 15908 et 15998.7 des Règles de la Bourse afin de modifier la méthode utilisée pour établir la limite de position du premier mois d'échéance des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada et pour modifier la fréquence de publication reliée aux limites de position de la Bourse.

Les commentaires relatifs aux modifications proposées doivent nous être présentés dans les 30 jours suivant la date de publication du présent avis, soit au plus tard le **29 octobre 2014**. Prière de soumettre ces commentaires à :

Me Pauline Ascoli
Vice-présidente, Affaires juridiques, produits dérivés
Bourse de Montréal Inc.
Tour de la Bourse
C.P. 61, 800, square Victoria
Montréal (Québec) H4Z 1A9
Courriel : legal@m-x.ca

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

Me Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22e 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 une de ces destinataires seront transmis à l'autre destinataire et que la Bourse pourrait publier, dans le cadre du processus d'autocertification du présent projet, un résumé des commentaires qu'elle aura reçus.

Annexes

Les personnes intéressées trouveront en annexe le document d'analyse des modifications proposées ainsi que les modifications aux articles 15508, 15608, 15908 et 15998.7 des Règles de la Bourse. 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* (L.R.Q., 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 de Règles et Politiques l'approbation des règles et procédures. Les règles de la Bourse sont soumises à l'Autorité conformément au processus d'autocertification, tel que prévu par la *Loi sur les instruments dérivés* (L.R.Q., 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 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 de Règles et Politiques de la Bourse le pouvoir d'adopter ou de modifier ces Règles sur recommandation du Comité spécial.

Tour de la Bourse
C. P. 61, 800, square Victoria, Montréal (Québec) H4Z 1A9
Téléphone : 514 871-2424
Sans frais au Canada et aux États-Unis : 1 800 361-5353
Site Web : www.m-x.ca

ANNEXE 1

METHODE UTILISÉE POUR ÉTABLIR LES LIMITES DE POSITION ET FREQUENCES DE PUBLICATION DES LIMITES DE POSITION

MODIFICATIONS AUX ARTICLES 15508, 15608, 15908 ET 15998.7

I. INTRODUCTION

Bourse de Montréal Inc. (la Bourse) propose de modifier la méthode utilisée pour établir la limite de position du premier mois d'échéance d'un contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada (« la limite du premier mois »), décrite à l'article 15608 - Limites de position des Règles de la Bourse. Il est proposé que « la limite du premier mois » soit basée sur 20 % de l'intérêt en cours, du début du premier jour ouvrable précédant la première journée de soumission d'un avis de livraison pour le mois de ce contrat, et que cette limite de position reste fixe jusqu'à l'expiration du contrat.

La Bourse propose également de modifier la fréquence de publication de ses limites de position, tel qu'indiqué dans les articles 15508 (Limites de position), 15908 (Limites de position), et 15998,7 (Limites de position) de la Règle Quinze de la Bourse. Il est proposé que la fréquence de publication soit retirée des articles précédents.

La présente proposition impliquera la modification de la méthode utilisée pour calculer la limite de position du premier mois d'échéance d'un contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada ainsi que la fréquence à laquelle les limites de position sont publiées, tel qu'indiqué dans les articles 15508, 15908, et 15998.7.

II. ANALYSE DÉTAILLÉE

Nature et but des changements proposés

La modification proposée concernant la composante de « la limite du premier mois » de l'article 15608, vise à résoudre les problèmes concrets posés par la méthode de calcul actuelle. Tel qu'indiqué dans la méthode: *« 20 % de l'intérêt en cours du premier mois de livraison, à compter du premier jour ouvrable de négociation précédant la première journée de soumission d'un avis de livraison dudit contrat. »* [1]

[1] http://www.m-x.ca/f_regles_fr/15_fr.pdf

ANNEXE 1

Il est important de noter que l'objectif de cette disposition est d'empêcher la concentration excessive de positions et un potentiel établissement de prix désordonné sur le marché des contrats qui arrivent à livraison. Ces limites sont conçues spécialement pour les spéculateurs et, aux États-Unis, elles sont souvent spécifiquement dénommées « limites de position spéculatives ». Selon la CFTC, le but de ces limites - à la fois pour le premier mois du contrat (le mois de livraison le plus proche) et pour les autres mois est *« d'éviter la spéculation et la manipulation excessive tout en assurant une liquidité de marché suffisante pour les contrepartistes véritables et de protéger le processus d'établissement des prix.».”* [2]

La méthode de calcul actuelle de la Bourse pour fixer les limites du premier mois de contrat nécessite qu'une nouvelle limite soit calculée sur une base quotidienne fondée sur l'intérêt en cours quotidien. Bien que cette méthode puisse empêcher la concentration excessive, elle présente de sérieux défis pour les participants du marché et peut mener à une réduction de la liquidité du marché ainsi qu'à l'exacerbation potentielle d'établissement désordonné des prix, par opposition à sa prévention.

En général, l'intérêt en cours du premier mois de contrat diminue drastiquement à l'approche de la première journée d'avis de livraison puisque la grande majorité des positions pour ce mois de contrat sont généralement reportées sur le mois de contrat suivant. La méthodologie de la limite du premier mois de contrat résulte en une limite dynamique qui, dans la plupart des cas, diminue de jour en jour.

Cette réduction quotidienne de l'intérêt en cours du premier mois de contrat peut causer, par inadvertance, un dépassement de la limite prescrite chez certains participants du marché souhaitant prendre légitimement livraison de leurs positions. Les participants du marché ayant besoin de réduire leurs positions sur le premier mois de contrat, après la première journée d'avis de livraison, peuvent se retrouver en violation de l'article sans être en mesure de remédier efficacement à la situation, car ils peuvent être incapables de trouver des contreparties afin de pouvoir réduire leurs positions.

De plus, les dispositions actuelles ne sont pas efficaces pour les participants agissant à titre de fournisseurs de liquidité étant donné que ces derniers peuvent, eux-mêmes, courir le risque de dépasser la limite de jour en jour en tentant de faciliter les ordres des participants au marché qui souhaitent réduire ou fermer leurs positions. La réduction drastique quotidienne de l'intérêt en cours du premier mois de contrat et sa limite de position connexe peuvent ainsi mener à une diminution des contreparties potentielles et augmenter le risque d'établissement désordonné de prix.

[2] http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@newsroom/documents/file/pl_qa_final.pdf

ANNEXE 1

L'analyse comparative suivante a été effectuée afin d'établir des normes de l'industrie pour les règles concernant les limites des premiers mois de contrat:

Bourse	**Type d'instrument utilisé pour l'analyse**	**Une limite de position pour le premier mois du contrat est-elle appliquée?**	**Période de validité**	**La limite de position pour le premier mois du contrat est-elle statique ou dynamique durant la période de validité?**
Bourse de Montréal	Contrat à terme sur obligation du gouvernement du Canada	Oui	Débute le premier jour ouvrable précédant le premier jour de livraison du premier mois du contrat	Dynamique
CBOT	Contrat à terme sur obligations du Trésor américain & Contrat à terme sur bons du Trésor américain	Oui	Valide durant les 10 derniers jours de négociation du mois d'échéance	Statique
ASX	Limites de position sur Contrat à terme sur bons du Trésor américain	Oui	Valide à la fermeture des négociations à T-1 jusqu'à la fin du contrat	Statique
CFTC	Contrat à terme sur produits de base	Oui	La période du mois de livraison le plus proche (spot-month) est spécifique à chaque contrat; elle ne doit pas correspondre à un mois entier et peut s'étendre à travers la période où les obligations de livraison sont engagées	Statique

Tel qu'indiqué précédemment, la réduction de l'intérêt en cours dans le premier mois de contrat peut entraîner, en soi, une réduction de la liquidité qui se perpétue d'elle-même. Compte tenu de ce qui précède, nous en concluons que la combinaison de l'intérêt en cours à la baisse pour le premier mois de contrat et une réévaluation quotidienne de la limite de position peut inévitablement menacer la liquidité et l'établissement des prix de marchés des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada.

Un autre risque posé par la méthode actuelle est que les difficultés opérationnelles pour les participants du marché causé par une limite de position dynamique, pour le premier mois, peuvent mener à un exode de l'activité de négociation vers les marchés de gré à gré (OTC). Par conséquent, plutôt que de prévenir un éventuel établissement de prix désordonné, la limite du premier mois peut mener à une diminution de la transparence. Cela est particulièrement vrai pour le marché à terme qui est principalement composé d'investisseurs sophistiqués avec un accès aux marchés de gré à gré. Les transactions de gré à gré peuvent être utilisées dans une tentative de contourner les limites de position imposées par les organismes de réglementation. Cela a été reconnu par la Securities and Exchange Commission (SEC) quand elle a déclaré que les limites de positions et l'exercice des limites de positions pour les options sur actions standardisées devraient permettre aux bourses de rivaliser avec le marché de gré à gré et empêcher la sortie de grands clients (fonds communs de placement, les fonds spéculatifs et les fonds de pension) vers les marchés de gré à gré:

ANNEXE 1

"En 1998, la Commission fait ressortir la concurrence avec les marchés de gré à gré comme une raison pour augmenter les limites de positions standards et la levée des limites. Précisément, la Commission a déclaré:

L'augmentation des limites de positions et la levée des limites pour les options sur actions standardisées devrait permettre aux bourses de mieux rivaliser avec le marché en pleine croissance de gré à gré des options sur actions personnalisées, favorisant ainsi une concurrence loyale entre les courtiers et les marchés des bourses ".

Bien que le texte ci-dessus fasse référence aux transactions de gré à gré, il reconnaît la capacité des participants du marché à contourner les contrôles du marché via des transactions de gré à gré, ce qui est une réalité qui est également présente dans le secteur des contrats à terme.

Enfin, dans le cadre de la deuxième composante de cette demande de modification, il est proposé que le libellé, des articles 15508, 15908, et 15998,7, se référant à la fréquence de publication des limites de position, soit retiré des articles en question de manière à permettre une publication en temps plus opportun des limites de position. Une publication mensuelle des limites de position peut rapidement devenir désuète, donc des publications fréquentes, comme une publication quotidienne ou hebdomadaire, serait plus appropriée pour refléter les conditions réelles du marché. L'obligation de publication mensuelle retrouvée dans certains articles ne devrait pas empêcher la Bourse de publier les limites requises à un rythme plus fréquent si nécessaire.

Notez que bien que l'amendement précédent soit demandé afin de permettre l'augmentation possible de la fréquence de publication des limites de position, la limite du premier mois sera calculée une fois, au début de la période de validité, et restera statique tout au long de cette période de validité; cette même limite de position du premier contrat sera publiée tout au long de la période de validité.

Impacts sur les systèmes technologiques

Les impacts attendus sur les systèmes technologiques à la fois de la Bourse et ses participants agréés sont considérés comme minimes. Les participants n'auront pas à apporter de modifications à leur infrastructure technologique.

Évaluation comparative - Benchmarking

http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@newsroom/documents/file/pl_qa_final.pdf
http://www.cmegroup.com/rulebook/CBOT/V/18/18.pdf
http://www.cmegroup.com/rulebook/CBOT/I/5/5.pdf
http://www.sfe.com.au/content/notices/2014/notice2014_008.pdf

ANNEXE 1

III. SOMMAIRE DES MODIFICATIONS PROPOSÉES AUX RÈGLES ET/OU PROCÉDURES DE LA BOURSE

Modifications à la Règle 15 de la Bourse, spécifiquement:

1. La méthode décrite dans la composante des limites du premier mois de l'article 15608 des Règles de la Bourse de Montréal Inc. (la Bourse).
2. La fréquence à laquelle les limites de position sont publiées tel qu'indiqué dans les articles 15508, 15908, et 15998,7

IV. OBJECTIF DES MODIFICATIONS PROPOSÉES AUX RÈGLES DE LA BOURSE

- La modification (1) est proposée afin de refléter les réalités pratiques des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada.
- La modification (1) est proposée afin de s'assurer que la liquidité et le processus d'établissement des prix des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada ne soient pas menacés.
- La modification (2) est proposée pour permettre une publication en temps plus opportun des limites de position si nécessaire.

V. INTÉRÊT PUBLIC

Les modifications proposées sont dans l'intérêt public car la modification (1) fera en sorte que l'objectif principal de la limite de position du premier mois de contrat - la prévention de la concentration excessive et de l'établissement désordonné des prix - soit maintenu, tout en s'assurant que l'intégrité de la liquidité et du processus de détermination des prix des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada ne soient pas atteinte. Ce changement se traduira par un marché plus efficace et équitable. Enfin, l'amendement (2) vise à faciliter la production et la diffusion de limites de position en temps plus opportun dont le but est d'empêcher des activités qui nuisent au marché et permettre le maintien de l'intégrité du marché.

VI. PROCESSUS

La première étape du processus d'approbation des modifications réglementaires discutées dans le présent document consiste à les soumettre au Comité spécial de la réglementation. Ces modifications sont ensuite soumises au Comité des Règles et Politiques de la Bourse.

Une fois approuvées par le Comité spécial de la réglementation et le Comité des Règles et Politiques de la Bourse, les modifications proposées, incluant le présent document, seront simultanément publiés par la Bourse pour une période de commentaires de 30 jours et soumis à l'Autorité des marchés financiers aux fins de leur autocertification. L'AMF publie également les modifications proposées, de même que la sollicitation de commentaires de 30 jours, dans son bulletin hebdomadaire.

Enfin, une copie de la proposition des modifications est transmise pour information à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.

ANNEXE 1

VII. RÉRÉRENCES

Règle Quinze – articles 15608, 15508, 15908, et 15998.7 :
http://www.m-x.ca/f_regles_fr/15_fr.pdf
http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@newsroom/documents/file/pl_qa_final.pdf
http://www.cmegroup.com/rulebook/CBOT/V/18/18.pdf
http://www.cmegroup.com/rulebook/CBOT/I/5/5.pdf
http://www.sfe.com.au/content/notices/2014/notice2014_008.pdf

ANNEXE 2

RÈGLE QUINZE
CARACTÉRISTIQUES DES CONTRATS À TERME

15508 Limites de position
(22.04.88, 08.09.89, 30.12.93, 07.04.94, 20.06.03, 15.05.09, 00.00.00)

Les limites de position nettes acheteur ou vendeur pour tous les mois d'échéance combinés de contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes pouvant être détenues ou contrôlées par une personne conformément aux dispositions de l'article 14157, sont les suivantes :

le plus élevé de 4 000 contrats ou de toute limite déterminée et publiée ~~mensuellement~~ par la Bourse sur la base de 20 % de l'intérêt en cours quotidien moyen dans tous les contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes au cours des trois mois précédents

ou toute autre limite de position que déterminera la Bourse.

Lorsqu'elle détermine les limites de position, la Bourse peut, si elle le juge opportun, imposer des limites précises à un ou à plusieurs participants agréés ou clients, plutôt qu'à l'ensemble des participants agréés ou de leurs clients.

Pour des positions impliquant des options sur contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes, l'article 6651 a préséance.

15608 Limites de position
(08.09.89, 30.12.93, 07.04.94, 26.08.94, 19.01.95, 03.05.04, 17.04.09, 00.00.00)

La limite nette de position acheteur ou vendeur pour chacun des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada désigné pouvant être détenue ou contrôlée par une personne, conformément aux dispositions de l'article 14157, est comme suit:

Limite de position pour tous les mois de livraison combinés pour chacun des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada désigné:

le plus élevé de 4 000 contrats ou de 20% de la moyenne de l'intérêt en cours quotidien durant les trois mois précédents pour tous les mois de livraison.

Limite de position pour le premier mois de livraison:

La limite de position pour le premier mois de livraison doit être basée sur 20% de l'intérêt en cours du premier mois de livraison, dès l'ouverture des marchés, à compter du premier jour ouvrable de négociation précédant la première journée de soumission d'un avis de livraison et sera valide des l'ouverture des marchés, à compter du premier jour ouvrable de négociation précédant la première journée de soumission d'un avis de livraison dudit contrat.

Lorsqu'elle détermine les limites de position, la Bourse peut, si elle le juge opportun, imposer des limites précises à un ou à plusieurs participants agréés ou clients, plutôt qu'à l'ensemble des participants agréés ou de leurs clients.

ANNEXE 2

15908 Limites de position
(14.06.02, 15.05.09, 00.00.00)

Les limites de position nettes acheteur ou vendeur pour tous les mois d'échéance combinés de contrats à terme 30 jours sur le taux «repo» à un jour pouvant être détenues ou contrôlées par une personne conformément aux dispositions de l'article 14157, sont les suivantes :

a) spéculateurs 5 000 contrats

b) contrepartistes le plus élevé de 7 000 contrats ou de toute limite déterminée et publiée ~~mensuellement~~ par la Bourse sur la base de 20 % de l'intérêt en cours quotidien moyen dans tous les contrats à terme 30 jours sur le taux «repo» à un jour au cours des trois mois précédents

ou toute autre limite de position que déterminera la Bourse.

Lorsqu'elle détermine les limites de position, la Bourse peut, si elle le juge opportun, imposer des limites précises à un ou à plusieurs participants agréés ou clients, plutôt qu'à l'ensemble des membres ou de leurs clients.

15998.7 Limites de position
(16.02.12, 00.00.00)

Les limites de position nettes acheteur ou vendeur pour tous les mois d'échéance combinés de contrats à terme sur swap indexé à un jour pouvant être détenus ou contrôlés par une personne conformément aux dispositions de l'article 14157, sont les suivantes :

a) spéculateurs 5 000 contrats

b) contrepartistes le plus élevé de 7 000 contrats ou de toute limite déterminée et publiée ~~mensuellement~~ par la Bourse sur la base de 20 % de l'intérêt en cours quotidien moyen dans tous les contrats à terme sur swap indexé à un jour au cours des trois mois précédent.

ou toute autre limite de position que déterminera la Bourse.

Lorsqu'elle détermine les limites de position, la Bourse peut, si elle le juge opportun, imposer des limites précises à un ou à plusieurs participants agréés ou clients, plutôt qu'à l'ensemble des membres ou de leurs clients.