

Bourse de Montréal Inc. (la « Bourse ») – Modification du mode de calcul des limites de position - Modifications apportées à l'article 15608 des Règles de la Bourse

L'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité ») publie le projet, déposé par la Bourse, de modifications à l'article 15608 des Règles de la Bourse. Les modifications proposées visent à modifier le mode de calcul des limites de position des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada, notamment le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de deux ans (CGZ), le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de cinq ans (CGF), le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de dix ans (CGB) et le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 30 ans (LGB).

(Les textes sont reproduits ci-après.)

Commentaires

Les personnes intéressées à soumettre des commentaires peuvent en transmettre une copie, au plus tard le 14 octobre 2014, à :

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

<input checked="" type="checkbox"/> Négociation - Dérivés sur taux d'intérêt	<input checked="" type="checkbox"/> Back-office - Options
<input checked="" type="checkbox"/> Négociation - Dérivés sur actions et indices	<input checked="" type="checkbox"/> Technologie
<input checked="" type="checkbox"/> Back-office - Contrats à terme	<input checked="" type="checkbox"/> Réglementation

CIRCULAIRE 123-14

Le 10 septembre 2014

SOLLICITATION DE COMMENTAIRES

MODIFICATIONS APPORTÉES À L'ARTICLE 15608 DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC.

MODIFICATION DU MODE DE CALCUL DES LIMITES DE POSITION

Le Comité de Règles et Politiques de Bourse de Montréal Inc. (la Bourse) a approuvé des modifications à article 15608 des Règles de la Bourse afin de modifier le mode de calcul des limites de position des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada, notamment le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de deux ans (CGZ), le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de cinq ans (CGF), le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de dix ans (CGB) et le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 30 ans (LGB).

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 **10 octobre 2014**. Prière de soumettre ces commentaires à :

M^e 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 :

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

Veillez 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 l'article 15608 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).



MODIFICATIONS APPORTÉES À L'ARTICLE 15608 DES RÈGLES DE LA BOURSE DE MONTRÉAL INC.

MODIFICATION DU MODE DE CALCUL DES LIMITES DE POSITION

I. SOMMAIRE

Bourse de Montréal Inc. (ci-après appelée la « Bourse ») propose de modifier le mode de calcul des limites de position des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada, nommément le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de deux ans (« CGZ »), le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de cinq ans (« CGF »), le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de dix ans (« CGB ») et le contrat à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 30 ans (« LGB »). Par conséquent, la Bourse propose par les présentes de modifier l'article 15608 des Règles de la Bourse (ci-après appelée les « Règles »).

II. ANALYSE

a. Définitions

i. Limite de position

Le nombre maximal d'options et de contrats à terme qu'un investisseur peut détenir sur un seul titre sous-jacent. Les bourses établissent des limites de position pour chacun de leurs contrats en se fondant sur la disponibilité du titre sous-jacent, sur l'intérêt en cours et, dans certains cas, sur le volume de négociation.

ii. Accaparer le marché

Acquérir un titre ou une marchandise en nombre suffisant afin de pouvoir manipuler leurs prix.

iii. Valeur notionnelle

La valeur totale des actifs d'une position à effet de levier. Le terme « valeur notionnelle » est souvent employé dans le marché des options, le marché à terme et le marché des devises pour désigner qu'un très petit montant de dollars investis suffit pour détenir une position importante. Toutefois, cela peut avoir de graves conséquences pour le négociateur.

b. Contexte

La Division de la réglementation de la Bourse (ci-après appelée la « Division ») publie mensuellement les limites de position des contrats à terme et des options sur contrat à terme (collectivement

appelés les « contrats à terme »). Les limites de position servent à prévenir la concentration de positions excessive qui pourrait mener à l'établissement désordonné de cours ou à la manipulation de marché. Cela est particulièrement vrai des contrats à terme avec règlement physique, car les limites de position constituent un moyen d'empêcher qu'un participant accapare à lui seul le marché du sous-jacent en faisant en sorte que la valeur notionnelle de la position à terme (acheteur ou vendeur) qu'il peut détenir ne soit pas si importante comparativement à celle de la valeur sous-jacente en circulation, ce qui garantit qu'un participant ne peut à lui seul perturber le marché à terme.

En vertu de l'article 15608 des Règles, les limites de position des contrats à terme sur obligations de la Bourse sont présentement calculées comme suit :

« 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. »

Les données historiques obtenues avec le mode de calcul actuel sont présentées dans le tableau ci-dessous.

Tableau 1 : Limites de position pour les contrats à terme sur obligations de juillet 2012 à juillet 2014

	CGZ		CGF		CGB		LGB	
	Spéculateur	Contrepartiste	Spéculateur	Contrepartiste	Spéculateur	Contrepartiste	Spéculateur	Contrepartiste
Juillet 2012	4 000	4 000	4 000	4 000	48 185	48 185	4 000	4 000
Août 2012	4 000	4 000	4 000	4 000	47 290	47 290	4 000	4 000
Septembre 2012	4 000	4 000	4 000	4 000	44 050	44 050	4 000	4 000
Octobre 2012	4 000	4 000	4 000	4 000	42 675	42 675	4 000	4 000
Novembre 2012	4 000	4 000	4 000	4 000	42 505	42 505	4 000	4 000
Décembre 2012	4 000	4 000	4 000	4 000	45 365	45 365	4 000	4 000
Janvier 2013	4 000	4 000	4 000	4 000	50 655	50 655	4 000	4 000
Février 2013	4 000	4 000	4 000	4 000	53 485	53 485	4 000	4 000
Mars 2013	4 000	4 000	4 000	4 000	54 285	54 285	4 000	4 000
Avril 2013	4 000	4 000	4 000	4 000	54 460	54 460	4 000	4 000
Mai 2013	4 000	4 000	4 000	4 000	60 610	60 610	4 000	4 000
Juin 2013	4 000	4 000	4 000	4 000	69 185	69 185	4 000	4 000
Juillet 2013	4 000	4 000	4 000	4 000	70 220	70 220	4 000	4 000
Août 2013	4 000	4 000	4 000	4 000	64 355	64 355	4 000	4 000
Septembre 2013	4 000	4 000	4 000	4 000	56 310	56 310	4 000	4 000
Octobre 2013	4 000	4 000	4 000	4 000	54 540	54 540	4 000	4 000
Novembre 2013	4 000	4 000	4 000	4 000	53 435	53 435	4 000	4 000
Décembre 2013	4 000	4 000	4 000	4 000	52 845	82 845	4 000	4 000
Janvier 2014	4 000	4 000	4 000	4 000	53 030	53 030	4 000	4 000
Février 2014	4 000	4 000	4 000	4 000	56 785	56 785	4 000	4 000
Mars 2014	4 000	4 000	4 000	4 000	65 680	65 680	4 000	4 000
Avril 2014	4 000	4 000	4 000	4 000	67 335	67 335	4 000	4 000
Mai 2014	4 000	4 000	4 000	4 000	60 670	60 670	4 000	4 000
Juin 2014	4 000	4 000	4 000	4 000	63 705	63 705	4 000	4 000

Source : Opérations de marché, Bourse de Montréal Inc.

Comme le montre le tableau ci-dessus, l'intérêt en cours des contrats à terme, à l'exception du CGB, est insuffisant pour que la disposition du 20 % de l'article 15608 puisse s'appliquer. Par conséquent,

la limite de position est fixée à 4 000 contrats, étant donné que ce montant est le plus élevé. Par ailleurs, le mode de calcul des limites de position actuel ne tient pas compte des obligations sous-jacentes livrables en circulation du panier, un facteur essentiel à considérer pour établir des limites de position qui empêchent l'établissement désordonné de cours et la manipulation du marché des contrats à terme avec règlement physique.

L'écart entre l'intérêt en cours du CGB et les autres contrats à terme moins liquides, comme il est indiqué dans le tableau ci-dessus, est attribuable à une période d'inactivité relative dans le CGZ, le CGF et le LGB avant juillet 2011. Soulignons que la Bourse a lancé en juillet 2011 un projet « [Courbe de rendement](#) » en vue de mettre en évidence le CGZ et le CGF. Dans le cadre de ce projet, trois mainteneurs de marché assuraient un marché continu pour le CGZ et le CGF afin d'inciter les utilisateurs à les utiliser. Ces mainteneurs de marché avaient droit à une contrepartie financière sous la forme d'une prime mensuelle ainsi que d'une participation dans les profits en échange du maintien des marchés du CGZ et du CGF. Au moment du lancement du projet, l'opinion était que le fait d'assurer un marché continu pour ces contrats inciterait les clients côté acheteur à participer à ces marchés et que ceux-ci généreraient la masse critique des volumes pour que les investisseurs institutionnels considèrent ces contrats comme des outils de gestion du risque viables et un mécanisme transparent d'établissement des cours des titres sous-jacents de ces contrats à terme. Le projet a suscité de l'intérêt, mais sans produire les niveaux d'activités escomptés.

Grâce au projet « [Courbe de rendement](#) », l'intérêt en cours du CGF a connu une croissance constante, passant de zéro (0) en juin 2011 à un sommet de près de 13 000 contrats en mai 2014. Cependant, depuis cette date, l'intérêt en cours du CGF a fléchi pour s'établir à environ 8 000 contrats, ce qui correspond au niveau de résistance historique pour ce contrat (voir la figure 1 ci-dessous).

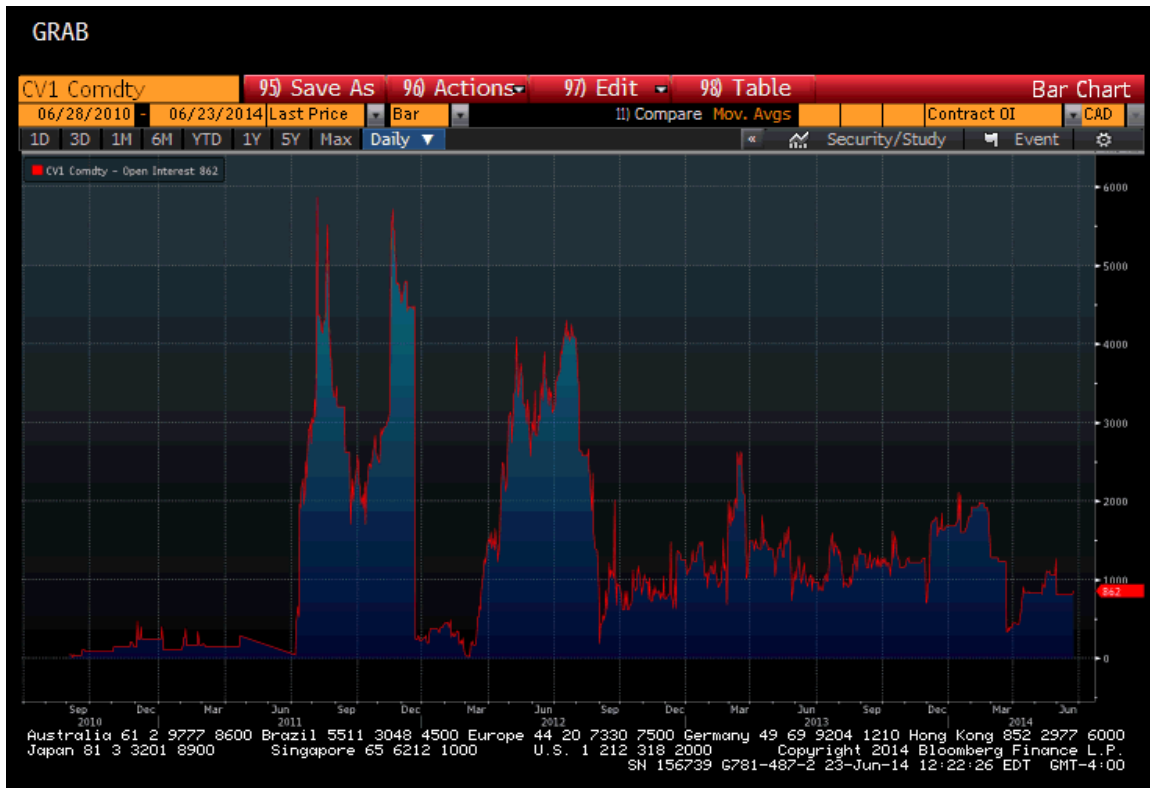
Figure 1 : Intérêt en cours du CGF de juin 2011 à juin 2014



Source : Bloomberg, L.P

La figure 2 ci-dessous montre que l'intérêt en cours du CGZ a atteint un sommet d'environ 6 000 contrats en juillet et en octobre 2011, ce qui coïncide avec le lancement du projet « [Courbe de rendement](#) », avant de diminuer à 4 000 contrats qui, comme par hasard, correspond à l'ancienne et à la nouvelle limite de position du CGZ.

Figure 2 : Intérêt en cours du CGZ de juin 2011 à juin 2014



Source : Bloomberg, L.P

c. Motifs à l'appui des modifications

Analyse du mode de calcul actuel des limites de position – article 15608

Le mode de calcul actuel des limites de position pour les contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada est décrit à l'article 15608 des Règles. Ce mode de calcul, qui a été créé en 1989, reflétait la réalité de ces contrats au moment où il a été établi, soit des volumes très bas et un nombre de positions individuelles relativement faible. À mesure que l'intérêt en cours du CGB a augmenté, l'application de la disposition de 20 % de l'intérêt en cours a remplacé la limite des 4 000 contrats, donnant lieu à une limite de position dynamique qui satisfait au besoin des participants au marché relativement aux positions sur le CGB.

Le mode de calcul des limites de position qu'emploie la Division produit les résultats présentés dans le tableau 2. La valeur notionnelle des limites de positions (« VNLP ») exprimée en pourcentage de la valeur notionnelle des obligations livrables (« VNOL ») en circulation pour le CGB est en moyenne de

17,39 %. La VNLP exprimée en pourcentage de la VNOL en circulation varie d'une valeur **minimale** de 14,31 % à une valeur **maximale** de 26,10 %. Le ratio VNLP / VNOL en circulation s'est révélé efficace pour empêcher la concentration de positions excessive et l'établissement désordonné de cours.

En ce qui concerne le CGZ, le CGF et le LGB, il est clair que la VNLP exprimée en pourcentage de la VNOL en circulation est très basse, parce que les valeurs maximales n'excèdent pas 3,92 %, et que, dans le cas du CGF, la valeur minimale a fléchi sous la barre de 1 % à quelques reprises. Si les valeurs du CGB deviennent les valeurs de référence, il est évident que les limites de position du CGZ, du CGF et du LGB pourront être augmentées sensiblement sans compromettre l'intégrité du marché.

Tableau 2 : VNLP exprimée en pourcentage de la VNOL en circulation

	Limites de position (100,000 \$) (200,000 \$ CGZ)				Obligation livrables en circulation (\$ Millions)				VNLP en % de VNOL en circulation			
	CGZ	CGF	CGB	LGB	CGZ	CGF	CGB	LGB	CGZ	CGF	CGB	LGB
Juillet 2012	4 000	4 000	48 185	4 000	38 767	30 900	24 200	35 899	2,06%	1,29%	19,91%	1,11%
Août 2012	4 000	4 000	47 290	4 000	42 067	37 700	24 200	29 799	1,90%	1,06%	19,54%	1,34%
Septembre 2012	4 000	4 000	44 050	4 000	42 067	29 799	24 200	29 799	1,90%	1,34%	18,20%	1,34%
Octobre 2012	4 000	4 000	42 675	4 000	34 500	41 100	24 200	37 699	2,32%	0,97%	17,63%	1,06%
Novembre 2012	4 000	4 000	42 505	4 000	34 500	41 100	29 700	37 699	2,32%	0,97%	14,31%	1,06%
Décembre 2012	4 000	4 000	45 365	4 000	37 800	41 100	29 700	39 299	2,12%	0,97%	15,27%	1,02%
Janvier 2013	4 000	4 000	50 655	4 000	34 200	31 200	29 700	39 299	2,34%	1,28%	17,06%	1,02%
Février 2013	4 000	4 000	53 485	4 000	37 500	38 000	32 600	39 699	2,13%	1,05%	16,41%	1,01%
Mars 2013	4 000	4 000	54 285	4 000	40 800	41 400	32 600	39 651	1,96%	0,97%	16,65%	1,01%
Avril 2013	4 000	4 000	54 460	4 000	34 200	20 400	35 500	27 200	2,34%	1,96%	15,34%	1,47%
Mai 2013	4 000	4 000	60 610	4 000	37 500	20 400	38 400	27 200	2,13%	1,96%	15,78%	1,47%
Juin 2013	4 000	4 000	69 185	4 000	37 500	20 400	38 400	28 600	2,13%	1,96%	18,02%	1,40%
Juillet 2013	4 000	4 000	70 220	4 000	33 300	10 200	26 900	28 600	2,40%	3,92%	26,10%	1,40%
Août 2013	4 000	4 000	64 355	4 000	36 600	17 000	26 900	29 000	2,19%	2,35%	23,92%	1,38%
Septembre 2013	4 000	4 000	56 310	4 000	39 900	20 400	26 900	29 000	2,01%	1,96%	20,93%	1,38%
Octobre 2013	4 000	4 000	54 540	4 000	33 300	20 400	35 300	29 000	2,40%	1,96%	15,45%	1,38%
Novembre 2013	4 000	4 000	53 435	4 000	36 600	20 400	35 300	29 000	2,19%	1,96%	15,14%	1,38%
Décembre 2013	4 000	4 000	52 845	4 000	39 900	20 400	35 300	30 400	2,01%	1,96%	14,97%	1,32%
Janvier 2014	4 000	4 000	53 030	4 000	32 700	10 200	35 300	30 400	2,45%	3,92%	15,02%	1,32%
Février 2014	4 000	4 000	56 785	4 000	36 000	17 000	35 300	30 400	2,22%	2,35%	16,09%	1,32%
Mars 2014	4 000	4 000	65 680	4 000	36 000	20 400	38 000	32 200	2,22%	1,96%	17,28%	1,24%
Avril 2014	4 000	4 000	67 335	4 000	29 400	20 400	38 000	32 200	2,72%	1,96%	17,72%	1,24%
Mai 2014	4 000	4 000	60 670	4 000	32 800	20 400	40 700	32 200	2,44%	1,96%	14,91%	1,24%
Juin 2014	4 000	4 000	63 705	4 000	32 800	27 200	40 700	32 200	2,44%	1,47%	15,65%	1,24%

Moyenne	4 000	4 000	55 486	4 000	36 279	25 746	32 417	32 352	2,22%	1,81%	17,39%	1,26%
Max	4 000	4 000	70 220	4 000	42 067	41 400	40 700	39 699	2,72%	3,92%	26,10%	1,47%

Min	4 000	4 000	42 505	4 000	29 400	10 200	24 200	27 200	1,90%	0,97%	14,31%	1,01%
Médiane	4 000	4 000	54 373	4 000	36 000	20 400	35 300	30 400	2,22%	1,96%	16,09%	1,32%

Source : Opérations de marché, Bourse de Montréal Inc.

Les utilisateurs actuels du CGF et du CGZ considèrent que les limites de position de ces contrats sont beaucoup trop basses pour que ces contrats puissent s'imposer sur les marchés. De plus, conformément aux dispositions de l'article 14157 et de la Politique C-1 des Règles, les contrepartistes véritables qui excèdent les limites de position doivent déposer une demande pour obtenir une dispense aux limites de position prescrites par la Bourse. La plupart des participants trouvent que cette disposition est très lourde. Par conséquent, ils se tournent vers le marché des swaps hors bourse pour couvrir leurs positions ou pour augmenter leur exposition aux marchés de cinq ans.

Les utilisateurs éventuels du CGF et du CGZ que la Bourse sollicite activement ont expliqué qu'en raison des limites de position actuelles, il n'est pas possible pour eux d'investir efficacement dans ces contrats, étant donné que la valeur des titres sous-jacents qu'ils négocient est beaucoup plus importante que la valeur notionnelle des limites de position actuelles. Partant, ces utilisateurs choisissent également de recourir au marché des swaps hors bourse pour couvrir leurs positions ou pour augmenter leur exposition aux marchés de cinq ans.

Depuis 1989, les besoins du marché ont fortement évolué. Les participants au marché cherchent à prendre des positions importantes dans des contrats moins liquides pour satisfaire aux exigences de leur entreprise. Bien que ces positions soient importantes par rapport à l'intérêt en cours actuel des contrats moins liquides, elles sont proportionnelles à la taille des portefeuilles que gèrent les utilisateurs actuels et éventuels susmentionnés. Le mode de calcul des limites de position dans sa forme actuelle n'est plus approprié pour soutenir la croissance de contrats moins liquides comme le CGZ et le CGF. Une augmentation des limites de position compatible avec l'intégrité du marché est essentielle au développement de ces contrats.

Le fait d'avoir des limites de position plus élevées pour les contrats CGZ et CGF aurait aussi un autre avantage : cela entraînerait l'augmentation de l'intérêt en cours de ces contrats. L'intérêt en cours constitue un indicateur clé de la liquidité d'un marché et c'est aussi un critère que recherchent bon nombre d'investisseurs institutionnels. En effet, ces investisseurs ne participeront pas à un marché à moins qu'il atteigne un seuil minimal. Comme il est indiqué plus haut, les grands investisseurs institutionnels ne s'intéresseront au CGF et au CGZ que s'ils peuvent prendre de très grandes positions sur ces contrats, lesquelles excèdent habituellement les limites de position actuelle, mais qui sont proportionnelles à la taille des portefeuilles qu'ils gèrent. La Bourse offre un mécanisme de négociation en bloc qui permet les opérations de grande taille, mais les limites de position sont trop restrictives pour la taille des opérations que ces investisseurs exécutent.

Les marchés dont l'intérêt en cours est élevé attirent de nombreux acheteurs et vendeurs et sont souvent caractérisés par des écarts serrés entre le cours acheteur et le cours vendeur et par la profondeur du registre des ordres. Les participants au marché qui veulent participer à un marché en prenant de nouvelles positions ou qui veulent quitter un marché en dénouant leurs positions existantes se tourneront vers un marché où l'écart entre les cours acheteur et les cours vendeur est

très efficient et où la taille des ordres restants est suffisamment grande pour exécuter les ordres entrants. À ce propos, les marchés du CGB et du contrat à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois (« BAX ») constituent des exemples probants. En effet, les écarts entre les cours acheteur et les cours vendeur sont au plus serré, soit à 1 point, et ces marchés sont suffisamment profonds pour pouvoir exécuter la plupart des ordres entrants à des cours de marché efficients. Soulignons que ce qui précède entraîne un processus efficace de l'établissement des cours.

Par conséquent, l'augmentation des limites de position offre deux avantages : 1) elle permet l'exécution d'opérations de plus grande taille, et 2) elle entraîne l'accroissement de la valeur totale de l'intérêt en cours du CGF et du CGZ. L'augmentation de l'intérêt en cours, même si au départ elle découle d'opérations en bloc de grande taille, suscitera de nouvelles activités sur le marché.

La Bourse entend développer les marchés des contrats à terme sur obligations du CGF et du CGZ afin qu'ils constituent des mécanismes efficients d'établissement des cours de leurs valeurs sous-jacentes respectives, un peu comme le CGB qui est devenu le mécanisme d'établissement des cours de son sous-jacent, les obligations du gouvernement du Canada de dix ans. Ce faisant, les investisseurs auront une solution de rechange durable au marché au comptant et au marché hors bourse, en plus de disposer d'un mécanisme qui leur permettra d'établir précisément le cours du sous-jacent de ces contrats, soit les obligations du gouvernement du Canada de deux ans et de cinq ans, respectivement, comme c'est le cas actuellement pour le marché du CGB.

Pour tous ces motifs, il importe que la Bourse déploie tous les efforts pour que l'intérêt en cours du CGF et du CGZ augmente et, par conséquent, que les limites de position actuelles soient augmentées à plus de 4 000 contrats.

En conclusion, d'après la justification fournie ci-dessus, il ne fait aucun doute que le mode de calcul actuel des limites de position ne convient pas aux contrats à terme sur obligations moins liquides de la Bourse, soit le CGZ, le CGF et le LGB. Par ailleurs, il devient de plus en plus difficile pour la Bourse d'intéresser des participants aux marchés des trois contrats susmentionnés. Le maintien du mode de calcul actuel fera en sorte que les participants qui ont les moyens financiers de possiblement accroître l'intérêt en cours de ces contrats ne participeront pas aux marchés du CGZ, du CGF et du LGB, compromettant ainsi le succès de ces contrats à terme, lesquels peuvent devenir des mécanismes d'établissement des cours efficaces de leur sous-jacent respectif.

Par conséquent, la Bourse propose de modifier le mode de calcul des limites de position actuel afin de pouvoir augmenter ces limites pour les contrats à terme sur obligations moins liquides tout en veillant à ce qu'elles empêchent la concentration de positions excessive et l'établissement désordonné de cours. Le nouveau mode de calcul doit produire des limites de position qui continuent à prévenir l'accaparement possible du marché du sous-jacent et qui font en sorte que la valeur notionnelle de la position à terme (acheteur ou vendeur) ne soit pas si importante comparativement à celle de la valeur sous-jacente en circulation.

d. Modifications proposées et analyse des incidences sur le marché

Ayant démontré que le mode de calcul des limites de position dans sa forme actuelle est inapproprié, la Bourse propose de modifier ce mode de calcul comme suit :

La moitié de la somme de 20 % du montant total des obligations livrables en circulation du mois d'échéance le plus rapproché et du montant 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.

À titre d'exemple, prenons le contrat CGF de juin 2014. Le montant total des obligations livrables en circulation est de 27 200 000 000 \$, ce qui correspond à 272 000 contrats à terme CGF. Étant donné que le montant correspondant à 20 % de la moyenne de l'intérêt en cours quotidien durant les trois mois précédents pour tous les mois de livraison de ce contrat est inférieur à 4 000 contrats, un montant de 4 000 a été retenu aux fins du présent calcul. Le nouveau mode de calcul employé donne le résultat qui suit :

$$\frac{(20 \% \times 272\ 000) + (4\ 000)}{2} = 29\ 200$$

Par conséquent, en utilisant le nouveau mode de calcul des limites de position proposé par la Bourse, la limite de position du contrat CGF de juin 2014 est de 29 200 pour une valeur notionnelle de 2,92 G\$, soit 10,47 % de la valeur notionnelle des obligations livrables en circulation par rapport à une limite de position fixée à 4 000 pour une valeur notionnelle de 400 M\$ avec le mode de calcul actuel.

La Bourse a soumis le mode de calcul proposé à un contrôle ex post durant deux ans pour connaître les répercussions de ce mode de calcul sur les contrats à terme sur obligations moins liquides, soit le CGZ, le CGF et le LGB, ainsi que sur le CGB. Le résultat de ces contrôles est présenté dans le tableau 3 ci-dessous.

Comme prévu, les limites de position du CGZ, du CGF et du LGB calculés à l'aide du nouveau mode de calcul ont augmenté de façon marquée. Toutefois, il importe de souligner que la VNLP exprimée en pourcentage de la VNOL en circulation des nouvelles limites de position n'excède jamais 12 %. En fait, la valeur maximale de l'un ou l'autre des contrats est de 11,96 %, ce qui était le cas pour le CGF en juillet 2013. Ce pourcentage est considérablement plus bas que le ratio VNLP / VNOL en circulation pour le CGB, qui a été calculé à l'aide du nouveau mode de calcul, lequel s'est révélé efficace pour empêcher la concentration de positions excessive. Même si le ratio du CGF et du CGZ est bas comparativement à celui du CGB, l'augmentation de la limite de position est suffisamment importante pour intéresser de nouveaux participants dans ces marchés. Il est prévu que l'activité de ces nouveaux participants sur les marchés du CGF et du CGZ aura une telle incidence sur l'intérêt en cours de ces contrats que l'intérêt en cours moyen durant les trois mois précédents contribuera davantage à l'établissement des limites de position.

Lors de contrôle ex post employant le nouveau mode de calcul des limites de position du CGB, la valeur de la VNLP exprimée en pourcentage de la VNOL en circulation était de 18,96 %, ce qui est légèrement supérieur à la valeur obtenue en utilisant le mode de calcul actuel, soit 17,39 %. Cependant, l'écart de 5,89 % entre la valeur minimale de 17,16 % et la valeur maximale de 23,05 % obtenu avec le nouveau mode de calcul est bien inférieur à l'écart de 11,79 % entre la valeur minimale de 14,31 % et la valeur maximale de 26,10 % obtenu avec le mode de calcul actuel. De plus,

la VNLP exprimée en pourcentage de la VNOL n'excède jamais 25 %, ce qui pour la Bourse est un niveau adéquat pour réduire le risque de manipulation du marché des contrats à terme sur obligations et l'accaparement du marché de la valeur sous-jacente.

Tableau 3 : VNLP exprimée en pourcentage de la VNOL en circulation

	Nouvelles limites de position (100,000 \$) (200,000 \$ CGZ)				Obligation livrables en circulation (\$ Millions)				VNLP en % de VNOL en circulation			
	CGZ	CGF	CGB	LGB	CGZ	CGF	CGB	LGB	CGZ	CGF	CGB	LGB
Juillet 2012	21 384	32 900	48 293	37 899	38 767	30 900	24 200	35 899	11,03%	10,65%	19,96%	10,56%
Août 2012	23 034	39 700	47 845	31 799	42 067	37 700	24 200	29 799	10,95%	10,53%	19,77%	10,67%
Septembre 2012	23 034	31 799	46 225	31 799	42 067	29 799	24 200	29 799	10,95%	10,67%	19,10%	10,67%
Octobre 2012	19 250	43 100	45 538	39 699	34 500	41 100	24 200	37 699	11,16%	10,49%	18,82%	10,53%
Novembre 2012	19 250	43 100	50 953	39 699	34 500	41 100	29 700	37 699	11,16%	10,49%	17,16%	10,53%
Décembre 2012	20 900	43 100	52 383	41 299	37 800	41 100	29 700	39 299	11,06%	10,49%	17,64%	10,51%
Janvier 2013	19 100	33 200	55 028	41 299	34 200	31 200	29 700	39 299	11,17%	10,64%	18,53%	10,51%
Février 2013	20 750	40 000	59 343	41 699	37 500	38 000	32 600	39 699	11,07%	10,53%	18,20%	10,50%
Mars 2013	22 400	43 400	59 743	41 651	40 800	41 400	32 600	39 651	10,98%	10,48%	18,33%	10,50%
Avril 2013	19 100	22 400	62 730	29 200	34 200	20 400	35 500	27 200	11,17%	10,98%	17,67%	10,74%
Mai 2013	20 750	22 400	68 705	29 200	37 500	20 400	38 400	27 200	11,07%	10,98%	17,89%	10,74%
Juin 2013	20 750	22 400	72 993	30 600	37 500	20 400	38 400	28 600	11,07%	10,98%	19,01%	10,70%
Juillet 2013	18 650	12 200	62 010	30 600	33 300	10 200	26 900	28 600	11,20%	11,96%	23,05%	10,70%
Août 2013	20 300	19 000	59 078	31 000	36 600	17 000	26 900	29 000	11,09%	11,18%	21,96%	10,69%
Septembre 2013	21 950	22 400	55 055	31 000	39 900	20 400	26 900	29 000	11,00%	10,98%	20,47%	10,69%
Octobre 2013	18 650	22 400	62 570	31 000	33 300	20 400	35 300	29 000	11,20%	10,98%	17,73%	10,69%
Novembre 2013	20 300	22 400	62 018	31 000	36 600	20 400	35 300	29 000	11,09%	10,98%	17,57%	10,69%
Décembre 2013	21 950	22 400	61 723	32 400	39 900	20 400	35 300	30 400	11,00%	10,98%	17,49%	10,66%
Janvier 2014	18 350	12 200	61 815	32 400	32 700	10 200	35 300	30 400	11,22%	11,96%	17,51%	10,66%
Février 2014	20 000	19 000	63 693	32 400	36 000	17 000	35 300	30 400	11,11%	11,18%	18,04%	10,66%
Mars 2014	20 000	22 400	70 840	34 200	36 000	20 400	38 000	32 200	11,11%	10,98%	18,64%	10,62%
Avril 2014	16 700	22 400	71 668	34 200	29 400	20 400	38 000	32 200	11,36%	10,98%	18,86%	10,62%
Mai 2014	18 400	22 400	71 035	34 200	32 800	20 400	40 700	32 200	11,22%	10,98%	17,45%	10,62%
Juin 2014	18 400	29 200	72 553	34 200	32 800	27 200	40 700	32 200	11,22%	10,74%	17,83%	10,62%
Moyenne	20 140	27 746	60 160	34 352	36 279	25 746	32 417	32 352	11,11%	10,91%	18,69%	10,63%
Max	23 034	43 400	72 993	41 699	42 067	41 400	40 700	39 699	11,36%	11,96%	23,05%	10,74%
Min	16 700	12 200	45 538	29 200	29 400	10 200	24 200	27 200	10,95%	10,48%	17,16%	10,50%
Médiane	20 000	22 400	62 010	32 400	36 000	20 400	35 300	30 400	11,11%	10,98%	18,04%	10,66%

Source : Opérations de marché, Bourse de Montréal Inc.

e. Analyse comparative

La Bourse a mené une analyse comparative du mode de calcul des limites de position utilisé par d'autres bourses de dérivés qui offrent des produits similaires à ceux de la Bourse. Aux fins de la présente analyse, la Bourse a comparé le mode de calcul des limites de position de Chicago Mercantile Group (CME), d'Eurex et de la London International Financial Exchange (NYSE-LIFFE). Ces bourses offrent la gamme complète de contrats à terme sur obligations, soit de 2 ans, de 5 ans, de 10 ans et de 30 ans. La Bourse offre des limites de position pour tous les mois de livraison combinés pour chacun des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada désigné. L'analyse comparative a révélé que les bourses internationales susmentionnées n'imposent pas les mêmes limites de position sur leurs contrats à terme sur obligations au cours du trimestre durant lequel se négocie le contrat à terme. Ces bourses n'imposent des limites de position que sur les contrats du mois de livraison en cours décrits ci-après. Par conséquent, la Bourse ne peut pas établir une comparaison valable des limites de position pour les contrats du mois d'échéance en cours des autres bourses de dérivés.

Comme il est indiqué ci-dessus, les bourses susmentionnées, à l'exception de la NYSE-LIFFE, imposent des limites de position sur le **mois de livraison** du contrat le plus rapproché, immédiatement avant que les obligations de livraison soient engagées pour les contrats à règlement physique. Le tableau 4 présente, à titre d'information uniquement, les limites de position du mois de livraison des bourses susmentionnées.

Tableau 4 : Limites de position du mois de livraison

	Contrat à terme sur obligations de 2 ans	Contrat à terme sur obligations de 5 ans	Contrat à terme sur obligations de 10 ans	Contrat à terme sur obligations de 30 ans
CME	50 000	115 000	95 000	25 000
EUREX	45 000	60 000	60 000	30 000
NYSE-LIFFE	S.O.	S.O.	S.O.	S.O.

Source: EUREX: <https://www.eurexchange.com/exchange-en/resources/circulars/830770/>; CME: <http://www.cmegroup.com/market-regulation/position-limits/>; NYSE LIFFE: confirmation obtenue par écrit le 27 juin 2014.

Soulignons qu'une modification de règle distincte est proposée pour la limite de position du mois de livraison équivalente, soit la limite de position pour le premier mois de livraison, décrite dans l'article 15608 des Règles. Nous voulons que le libellé de la modification relatif à la limite de position pour le premier mois de livraison remplace le libellé présenté dans l'article 15608 existant.

III. PROCESSUS DE MODIFICATION

Les modifications ont été motivées par la nécessité d'établir un nouveau mode de calcul des limites de position des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada afin de pouvoir augmenter les limites de position des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada moins liquides de la Bourse.

IV. INCIDENCES SUR LES SYSTÈMES TECHNOLOGIQUES

Les modifications proposées auront une incidence sur les systèmes technologiques qu'utilise la Division pour calculer les limites de position des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada.

V. OBJECTIF DE LA MODIFICATION PROPOSÉE DES RÈGLES DE LA BOURSE

Les modifications proposées visent à établir un nouveau mode de calcul des limites de position de la gamme de contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de la Bourse. Le nouveau mode de calcul devrait produire des limites de position susceptibles d'intéresser de nouveaux participants dans les marchés de contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada moins liquides de la Bourse, augmentant ainsi la liquidité de ces marchés et les mécanismes d'établissement des cours du sous-jacent de ces contrats et du même coup réduire le risque de manipulation du marché à terme et l'accaparement du marché de la valeur sous-jacente.

VI. INTÉRÊT PUBLIC

La Bourse est d'avis que l'objectif décrit ci-dessus, soit d'améliorer la liquidité des marchés des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de la Bourse et de permettre l'établissement des cours de leur marché sous-jacent, tout en réduisant les risques de manipulation de marché et d'accaparement du marché de la valeur sous-jacente de ces contrats est dans l'intérêt public.

VII. PROCESSUS

Les modifications proposées sont assujetties à l'approbation du Comité Règles et Politiques de la Bourse. Une fois approuvées, elles seront à l'Autorité des marchés financiers conformément au processus d'autocertification ainsi qu'à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario à titre de renseignement.

VIII. DOCUMENT EN ANNEXE

- Article 15608 des Règles de la Bourse de Montréal Inc.

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:

La moitié de la somme de 20 % du montant total des obligations livrables en circulation du mois d'échéance le plus rapproché et du montant 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. ~~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:

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.

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.