

Septembre 2011

Le rôle des mainteneurs de marché

La Bourse de Montréal inscrit périodiquement des options sur de nouvelles valeurs sous-jacentes selon la demande du marché. Cependant, ce ne sont pas tous les titres qui sont admissibles à l'inscription d'options. Les critères d'admissibilité sont définis à l'article B-603 de la Règle B-6 de la Corporation canadienne de compensation des produits dérivés (CDCC). Les actions doivent ainsi répondre aux critères suivants :

1. l'action doit être inscrite à la cote d'une bourse canadienne;
2. la capitalisation boursière de l'action doit se situer dans le premier quartile (25 %) des titres inscrits à la cote de toutes les bourses canadiennes au dernier jour ouvrable du trimestre précédent;
3. le volume nord-américain mensuel des opérations sur l'action doit se situer dans le premier quartile (25 %) des titres inscrits à la cote de toutes les bourses canadiennes au dernier jour ouvrable du trimestre précédent.

C'est à partir de cette liste d'actions, parmi les plus importantes en termes de taille et de liquidité, que la Bourse choisit d'inscrire des options. L'inscription initiale de nouvelles classes d'options se fait avec dix séries d'options, soit cinq options d'achat et cinq options de vente, réparties sur cinq mois d'échéance pour un total de 50 séries d'options. Avec plus de 300 classes d'options inscrites à la cote de la Bourse, c'est donc un minimum de 15 000 séries d'options qui peuvent faire l'objet de négociation tous les jours. Afin de s'assurer qu'en tout temps des cours acheteur (*bid*) et des cours vendeur (*ask*) soient affichés sur toutes les séries, le marché des options fait appel à des mainteneurs de marché dont le rôle est d'assurer une liquidité minimale sur toutes les séries d'options dont ils ont la responsabilité.

Le rôle des mainteneurs de marché est et a toujours été essentiel à la croissance du marché des options. Et ce, tant aux États-Unis qu'au Canada. En effet, avec toutes ces séries qui peuvent faire l'objet de négociation, il devient très important que les investisseurs puissent obtenir l'assurance qu'ils pourront initier ou liquider leurs positions pour des quantités minimales et un écart de prix maximal entre les cours acheteur et vendeur. Grâce aux mainteneurs de marché, les investisseurs peuvent ainsi négocier la série d'options de leur choix, et non seulement celles qui sont les plus populaires auprès des autres investisseurs. À cet égard, plus une série d'options est populaire, plus les écarts sont susceptibles d'être réduits et moins la présence du mainteneur de marché sera apparente. Mais même dans ces cas-là, le mainteneur de marché est toujours tenu d'afficher un cours acheteur et un cours vendeur pour des quantités minimales. Les ordres du mainteneur de marché viennent alors enrichir la profondeur du marché lorsque ceux-ci ne représentent pas le marché affiché. Dans la très grande majorité des cas, le marché affiché, en tout ou en partie, est celui affiché par le mainteneur de marché. Il n'est pas surprenant que les statistiques démontrent qu'entre 40 % et 50 % des transactions des investisseurs soient effectuées directement contre les mainteneurs de marché. En remplissant leur rôle de fournisseurs de liquidité, les mainteneurs de marché se trouvent à prendre la position inverse de la très grande majorité des investisseurs. Par conséquent, chaque nouvelle position apporte un nouveau risque que les mainteneurs de marché doivent gérer.

Prenons l'exemple d'un mainteneur de marché qui vient de vendre 10 contrats d'options d'achat à un investisseur. Ce dernier vient donc d'acquiescer le droit d'acheter 1 000 actions (10 contrats x 100 actions par contrat) au prix de levée du contrat. À l'inverse, le mainteneur de marché vient de contracter l'obligation de vendre 1 000 actions au prix de levée si l'investisseur exerce ses options d'achat. Comme le mainteneur de marché ne courra pas le risque d'attendre jusqu'à l'échéance pour voir si l'investisseur exercera ou non ses options d'achat, le mainteneur de marché cherchera alors à réduire son risque en essayant d'abord de racheter les contrats qu'il vient de vendre à un prix inférieur au prix de vente qu'il vient de réaliser. S'il n'y a pas de vendeurs qui se pointent sur cette option en particulier, le mainteneur de marché cherchera à acheter d'autres options d'achat qui, même si elles ne sont pas identiques à celles qu'il vient de vendre, lui permettront de réduire le risque de perte si le titre grimpe fortement d'ici l'échéance. Si d'autres options d'achat ne sont pas offertes à un prix intéressant pour le mainteneur de marché, ce dernier se tournera vers les actions. Il ira sur la Bourse de Toronto, ou une bourse américaine, pour acheter une quantité suffisante d'actions afin de pouvoir éventuellement les revendre dans le cas où l'investisseur exerce ses options d'achat.

Par conséquent, plus le volume d'actions sur un titre négocié à la Bourse de Toronto est important, plus le mainteneur de marché est en mesure de fournir de la liquidité sur le marché des options de la Bourse de Montréal. L'écart entre les cours acheteur et vendeur sur le marché des actions a également un impact sur les écarts des options. En effet, comme le mainteneur de marché doit s'approvisionner en actions afin de réduire son risque, plus l'écart sur les actions sera grand, plus le coût de la protection sera élevé. L'écart sur les options sera donc proportionnel à celui sur les actions. Ainsi, un titre qui a un faible volume de négociation et dont l'écart entre les cours acheteur et vendeur sur le marché des actions est élevé verra ses écarts sur le marché des options être plus larges qu'un autre titre ayant un volume d'activité beaucoup plus élevé. La capacité de se procurer des titres sur le marché des actions devient donc un facteur déterminant de la qualité du marché des options. Mais ce qui est vrai dans un sens l'est également dans l'autre. Une forte activité dans le marché des options peut également avoir un impact positif sur le marché des actions.

Prenons le cas où un investisseur voudrait vendre 10 contrats d'options d'achat au lieu d'en acheter cette fois-ci. Le mainteneur de marché qui achète des options d'achat ne fait pas face au même risque que lorsqu'il en vend. En achetant des options d'achat, le mainteneur de marché ne peut pas perdre plus que la prime qu'il a payée si le prix des actions baisse, alors que son profit maximal est illimité en cas de hausse. Le mainteneur de marché a le droit d'acheter 1 000 actions si leur cours est supérieur au prix de levée à l'échéance, mais il n'est pas obligé de les acheter si le cours baisse sous ce niveau. Ainsi, le mainteneur de marché peut commencer à vendre des actions lorsque le marché monte et peut les racheter lorsque les prix baissent. Au moment de l'achat des options d'achat, le mainteneur de marché vendra 50 % des actions qu'il pourrait acheter en cas de hausse afin de se protéger. En cas de hausse, il vendra ensuite graduellement le reste des actions, alors qu'en cas de baisse, il sera en mesure de racheter graduellement les actions initialement vendues. Ces achats et ces ventes à contre-courant permettent d'ajouter de la liquidité au marché des actions puisque les acheteurs d'actions peuvent ainsi trouver des vendeurs lorsque les prix montent, et les vendeurs d'actions, des acheteurs quand les prix baissent.

Les premières transactions sur le marché des options au Canada ont eu lieu à la Bourse de Montréal en 1975. Les mainteneurs de marché à l'époque ne disposaient pas de tout le support technologique dont ils peuvent bénéficier aujourd'hui. Dans ces années-là, le mainteneur de marché commençait sa journée en imprimant un tableau qui donnait les prix des options en fonction des échéances, des prix de levée et du prix des actions. Ensuite, chaque série d'options devait être mise à jour à la criée par le mainteneur de marché dans un processus qui s'appelait la rotation d'ouverture. Au fil des transactions et des mouvements dans le prix des actions, toutes les séries d'options devaient être mises à jour une à une tout au long de la séance de négociation. C'était un travail fastidieux qui pouvait amener son lot de frustrations, tant pour les mainteneurs de marché que pour les investisseurs. La technologie est venue prêter main-forte au marché des options dans les années 1990 par le biais de logiciels spécialisés permettant de mettre à jour toutes les séries d'options en temps réel au gré des fluctuations dans le prix des actions sous-jacentes. Le nombre de transactions a commencé à augmenter au gré des développements technologiques. Les transactions s'effectuant toujours à la criée, ce n'est qu'au début des années 2000 que le marché des options de la Bourse de Montréal a pu prendre son envol alors que son marché des options est devenu entièrement électronique. C'est cette capacité d'offrir des cours en temps réel qui a rendu possible cette croissance spectaculaire que connaît le marché des options depuis les dix dernières années.

Les mainteneurs de marché ont dû s'adapter tout au long des avancées technologiques, en délaissant graduellement le crayon et le calepin de négociation pour embrasser les algorithmes de négociation spécialisés

qui leur permettent désormais de connaître et de gérer en tout temps les risques de leurs positions d'options. La rapidité d'exécution est maintenant essentielle à la survie et au succès des mainteneurs de marché. Les firmes spécialisées dans le maintien de marché ont investi des sommes colossales dans le développement d'outils spécialisés qui permettent aux mainteneurs de marché non seulement d'alimenter le marché des options en cours acheteur et vendeur, mais également de couvrir leurs risques liés aux fluctuations du prix des actions, et d'autres risques liés aux variables qui influent sur le prix des options; soit la valeur temps, la volatilité, les taux d'intérêt et les dividendes. Toutes ces opérations automatisées rendent le marché des options plus efficient, et ça, ce sont les investisseurs en fin de compte qui en tirent le bénéfice ultime, une plus grande liquidité leur permettant d'établir des stratégies d'options qui répondent à leurs objectifs de placement.