



<input checked="" type="checkbox"/> Négociation - Dérivés sur taux d'intérêt	<input checked="" type="checkbox"/> Back-office - Options
<input 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
Le 21 mai 2013

SOLLICITATION DE COMMENTAIRES

ÉLIMINATION DES LIMITES DE POSITION POUR LES CONTRATS À TERME STANDARD SUR L'INDICE S&P/TSX 60 (SXF) ET LES CONTRATS À TERME MINI SUR L'INDICE S&P/TSX 60 (SXM)

MODIFICATIONS À L'ARTICLE 15708 DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC.

Le Comité de règles et politiques de Bourse de Montréal Inc. (la **Bourse**) a approuvé les modifications à l'article 15708 de la Règle Quinze de la Bourse afin d'éliminer les limites de positions sur les contrats à terme standard sur l'indice S&P/TSX 60 (SXF) et les contrats à terme mini sur l'indice S&P/TSX 60 (SXM).

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 **21 juin 2013**. 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

Circulaire no. : 096-2013

Annexes

Les personnes intéressées trouveront en annexe le document d'analyse des modifications proposées et les modifications à la Règle Quinze 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).



ÉLIMINATION DES LIMITES DE POSITION POUR LES CONTRATS À TERME STANDARD SUR L'INDICE S&P/TSX 60 (SXF) ET LES CONTRATS À TERME MINI SUR L'INDICE S&P/TSX 60 (SXM)

MODIFICATIONS À L'ARTICLE 15708 DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC.

I. INTRODUCTION

Bourse de Montréal Inc. (la « Bourse » ou « MX ») propose par les présentes d'apporter des modifications à l'article 15708 des Règles de la Bourse sur les contrats à terme standard sur l'indice S&P/TSX 60 (SXF) et les contrats à terme mini sur l'indice S&P/TSX 60 (SXM), en ce qui a trait à leurs limites de position respectives.

Selon les caractéristiques actuelles des contrats, la limite de position pour le contrat SXF est de 30 000 contrats, et la limite de position pour le contrat SXM est égale au quart de ce nombre. La Bourse propose que, dorénavant, il n'y ait aucune limite de position pour les contrats SXF et SXM.

II. ANALYSE

Description et analyse des incidences

Le contrat SXF de la Bourse affiche la limite de position la plus basse en ce qui a trait à la valeur nominale par rapport aux contrats à terme sur indice inscrits sur les grandes bourses mondiales de dérivés. En fait, la majorité des contrats à terme sur indice comparables au contrat SXF, comme le contrat à terme sur indice S&P/ASX 200, le contrat à terme sur indice FTSE 100, le contrat à terme sur indice EURO STOXX 50, le contrat à terme sur indice FTSE JSE Top 40, le contrat à terme sur indice RTS et le contrat à terme sur indice NIKKEI 225, n'a aucune limite de position.

La limite de position pour le contrat SXF est donc restrictive et elle incite les participants à la recherche d'une bonne position sur l'indice S&P/TSX 60 à exécuter plutôt leurs opérations sur le marché de gré à gré, où aucune limite de position n'est imposée. Cela nuit à la transparence du marché et à la découverte des prix, en plus de priver les négociateurs de renseignements précieux.

La Bourse se retrouve ainsi désavantagée par rapport à ses concurrents lorsque d'importants investisseurs institutionnels étrangers cherchent à établir des positions sur le marché des contrats à terme pour accéder aux marchés étrangers.

En théorie, les limites de position sont destinées à empêcher qu'un participant ou qu'un groupe de participants au marché manipulent le marché. Toutefois, dans le cas des contrats à terme sur indice inscrits en bourse donnant lieu à un règlement en espèces, non seulement les limites de position ne

constituent-elles pas une mesure préventive contre la manipulation du marché, mais certains soutiennent même qu'elles nuisent aux marchés qu'elles sont censées protéger¹.

Extraits tirés de *The Effectiveness of position limits: Evidence from the foreign exchange futures markets*² :

[TRADUCTION]

« ...Gastineau (1992), Tesler (1993) et Grossman (1993) postulent que l'imposition de limites de position n'est pas une mesure efficace pour contrer la manipulation du marché, et Gastineau et Jarrow (1991) soutiennent que des limites de position arbitraires peuvent même restreindre la liquidité du marché et entraîner une évaluation asynchrone des prix sur les marchés connexes. Selon Grossman (1993), les limites de position incitent les spéculateurs à se tourner vers les marchés étrangers ou les substituts de marché. Dutt et Harris (2005) notent l'existence d'une controverse au sujet du recours à des limites de position. »

« Ainsi, il existe bien peu de preuves empiriques de l'efficacité des limites de positions de couverture ou de positions spéculatives. »

Les marchés des contrats à terme jouent un rôle essentiel sur les marchés mondiaux car ils fournissent de l'information précieuse sur la valeur des instruments financiers. La nature concurrentielle des marchés des contrats à terme donne de la valeur à la fois aux marchés à terme et aux marchés au comptant en fournissant un aperçu de ce que devraient être les prix dans la journée et pendant une certaine période. Une énorme quantité d'information est nécessaire pour établir les prix sur les marchés des contrats à terme; les opérations effectuées sur ces marchés ont donc une incidence majeure sur la valeur perçue du sous-jacent d'un contrat à terme. Lorsque les opérations sont exécutées en bourse, les négociateurs peuvent avoir un aperçu de la juste valeur du sous-jacent, au moment même de l'opération et pour la période à venir. Lorsque les opérations sont exécutées sur le marché de gré à gré, toutefois, les participants au marché n'ont pas accès à cette information, et seuls les investisseurs avertis qui exécutent ces opérations peuvent en tirer parti.

À l'heure actuelle, les participants qui négocient à terme sur l'indice S&P/TSX 60 sur le marché de gré à gré n'ont pas l'obligation de déclarer leurs positions, quelle qu'en soit la taille. Même si la Bourse propose d'éliminer les limites de position pour les contrats SXF et SXM afin d'inciter les participants au marché de gré à gré à exécuter leurs opérations en bourse, elle n'a aucunement l'intention de modifier le mode de contrôle des positions sur les contrats SXF et SXM.

Les participants agréés de la Bourse ont l'obligation de déposer quotidiennement auprès de la Division de la réglementation de la Bourse un rapport indiquant toutes les positions brutes qu'ils ont détenues pour leur propre compte et pour le compte de leurs clients qui s'élèvent à plus de 1 000 contrats. Cette exigence est essentielle et doit être conservée, car elle facilite le repérage des situations où pourrait se matérialiser le risque de concentration, par exemple le cas où un compte, ou un groupe de comptes liés, détiendrait un pourcentage élevé de l'intérêt en cours, ce qui présenterait un risque de manipulation du marché. Cette information au sujet des détenteurs de positions importantes permet à la Bourse de prendre les mesures préventives appropriées pour s'assurer que le marché continue de fonctionner de manière juste et équitable.

¹ Sanford J. Grossman: « The Case for Eliminating Position Limits on Financial Futures », *The Journal of Financial Engineering*, vol. 2, n° 1

² Chang, Y.-K., et al. : « The effectiveness of position limits: Evidence from the foreign exchange futures markets », *J. Bank Finance* (2013)

Par ailleurs, il est à noter que les modifications proposées n'auront pas d'incidence sur le pouvoir de la Bourse d'imposer des limites de position particulières à un ou plusieurs participants agréés ou clients, comme c'est le cas actuellement, si elle juge qu'il est nécessaire ou approprié de le faire. Ainsi, et grâce à l'obligation de déclarer les positions mentionnée précédemment, la Bourse pourra continuer de surveiller son marché et conservera sa capacité d'imposer des limites au besoin, malgré l'absence de limites de position applicables à tous.

L'indice S&P/TSX 60, qui est le sous-jacent des contrats SXF et SXM, couvre environ 73 % de la capitalisation boursière du Canada³. De plus, comme les contrats SXF et SXM sont réglés en espèces à l'échéance, le titulaire du contrat recevra des espèces, et non pas des parts sur l'indice S&P/TSX 60; c'est pourquoi les limites de position ne sont pas pertinentes dans le cas des contrats SXF et SXM.

Les réformes récentes en matière de réglementation et de gestion du risque prévues par la loi des États-Unis intitulée *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, par la *Directive concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID)* et le *Règlement concernant les marchés d'instruments financiers (MiFIR)*, ainsi que par le *Règlement relatif aux produits dérivés négociés de gré à gré, aux contreparties centrales et aux référentiels centraux (EMIR)*, découlent de l'engagement des dirigeants du G20 à atténuer le risque de contrepartie en rendant la compensation obligatoire et à favoriser la négociation en bourse afin d'améliorer la découverte des prix et la transparence. Ces réformes incitent les participants au marché de gré à gré à déplacer leurs activités de négociation vers les contrats de dérivés inscrits en bourse et compensés par une contrepartie centrale⁴, comme le SXF; le moment est donc opportun pour éliminer les limites de position associées à ce type de contrat et favoriser ce type de comportement.

Le 1^{er} février 2013, la Bourse a lancé un programme de maintien du marché pour le contrat SXF destiné à accroître la liquidité de ce contrat et à augmenter le nombre d'opérations sur celui-ci. L'élimination de la limite de position associée au contrat favoriserait davantage ces améliorations relatives à la liquidité et à la négociation.

Processus de modification

La modification a été motivée par la nécessité pour la Bourse de demeurer cohérente avec les bourses de dérivés concurrentes, mais aussi par la forte demande du marché de donner suite aux modifications proposées.

Incidences sur les systèmes technologiques

Les modifications proposées ne devraient avoir aucune incidence sur les systèmes technologiques de la Bourse, des participants agréés de la Bourse ou des autres participants au marché.

Analyse comparative

Le tableau suivant présente une analyse comparative de la limite de position du contrat SXF par rapport aux limites de position d'autres contrats à terme sur indice inscrits sur les grandes bourses mondiales de dérivés.

³ S&P/TSX 60 <http://www.standardandpoors.com/indices/sp-tsx-60/en/us/?indexId=spcadntx--caduf--p-ca-l->

⁴ ERNST & YOUNG, *Managing change with OTC derivatives reforms*
<http://www.ey.com/GL/en/Industries/Financial-Services/Banking---Capital-Markets/Global-financial-regulatory-reform--OTC-derivatives>

Tableau I : Valeur nominale et limite de position de contrats à terme sur indice inscrits sur les grandes bourses mondiales de dérivés, au 21 mars 2013.

Contrat	Bourse	Limite de position	Valeur du contrat	Limite de position sur la valeur nominale (LPVN)	Ratio de la LPVN de l'indice S&P/TSX 60 par rapport à celle des autres indice
S&P/TSX 60	MX	30 000	146 750 \$	4 402 500 000 \$	–
E-mini S&P 500	CME	100 000	77 300 \$	7 730 000 000 \$	1,76X
E-mini DJIA	CME	100 000	72 000 \$	7 200 000 000 \$	1,64X
NIKKEI 225	OSE	AUCUNE LIMITE	12 540 000 JPY	AUCUNE LIMITE	AUCUNE LIMITE
S&P/ASX 200	ASX	AUCUNE LIMITE	123 600 \$	AUCUNE LIMITE	AUCUNE LIMITE
FTSE 100	LIFFE	AUCUNE LIMITE	63 200 £	AUCUNE LIMITE	AUCUNE LIMITE
EURO STOXX 50	EUREX	AUCUNE LIMITE	26,15	AUCUNE LIMITE	AUCUNE LIMITE
Indice RTS	RTS Exchange	AUCUNE LIMITE	143 700 RUB	AUCUNE LIMITE	AUCUNE LIMITE
FTSE JSE Top 40	JSE	AUCUNE LIMITE	360 000 ZAR	AUCUNE LIMITE	AUCUNE LIMITE

Sources : Recherche et développement – Bourse de Montréal Inc. et Bloomberg L.P.

III. RÉSUMÉ DES MODIFICATIONS PROPOSÉES AUX RÈGLES DE LA BOURSE

La Bourse propose de modifier l'article 15708 des Règles de la Bourse afin de préciser qu'il n'existe aucune limite de position pour les contrats SXF et SXM.

IV. OBJECTIF DES MODIFICATIONS PROPOSÉES AUX RÈGLES DE LA BOURSE

L'objectif des modifications qu'il est proposé d'apporter est d'accroître la liquidité du SXF et d'augmenter le nombre d'opérations sur celui-ci, pour inciter les institutions à exercer leurs activités de négociation en bourse plutôt que sur le marché de gré à gré.

V. INTÉRÊT PUBLIC

Dans les nombreux commentaires que la Bourse reçoit de la part des participants institutionnels au marché, ceux-ci affirment souvent qu'ils préféreraient exécuter des opérations sur le contrat SXF plutôt que sur son équivalent sur le marché de gré à gré, mais qu'ils ne peuvent le faire en raison de la limite de position pour le SXF. Ils demandent souvent à ce que la limite de position pour les SXF soit éliminée, de manière à ce qu'ils puissent choisir l'endroit où ils exécuteront leurs opérations.

L'élimination proposée de la limite de position pour le SXF serait également avantageuse pour l'ensemble du marché canadien des dérivés, car elle permettrait d'améliorer la transparence et faciliterait la découverte des prix, en plus de réduire les écarts de prix et les opérations d'arbitrage entre le marché boursier et le marché de gré à gré. La liquidité du contrat SXF s'en trouverait également améliorée, tout comme les opérations sur celui-ci en seraient augmentées.

VI. PROCESSUS

Les modifications proposées, y compris la présente analyse, doivent être approuvées par le Comité 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. Elles seront aussi publiées par la Bourse pour une période de consultation de 30 jours.

VII. DOCUMENTS EN ANNEXE

ARTICLE 15708 DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC. – VERSION MODIFIÉE

15708 Limites de position

(07.09.99, 15.05.09, 06.05.11, 00.00.00)

~~Aucune limite de position n'est applicable aux contrats à terme standard ou contrats équivalents sur l'indice S&P/TSX 60. Les limites de position nettes acheteur ou vendeur pour tous les mois d'échéance combinés de contrats à terme sur indices pouvant être détenues ou contrôlées par une personne conformément aux dispositions de l'article 14157 des Règles, sont les suivantes :~~

~~— 30 000 contrats à terme standard, ou contrats équivalents, sur l'indice S&P/TSX 60~~

~~Nonobstant le paragraphe précédent, la Bourse peut, si elle le juge opportun ou nécessaire pour assurer l'équité et l'intégrité du marché, imposer des limites précises à un ou plusieurs participants agréés ou clients, ou toute autre limite de position que déterminera la Bourse.~~

~~Si de telles limites précises sont imposées, Pour les fins de ce calcul, un contrat à terme mini sur l'indice S&P/TSX 60 est réputé équivaloir à un quart de contrat à terme standard sur l'indice S&P/TSX 60 pour les fins du calcul de ces limites.~~

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

~~Les membres peuvent se prévaloir de la dispense pour un contrepartiste véritable selon l'article 14157 des Règles.~~