

CIRCULAIRE 124-21

Le 5 juillet 2021

SOLLICITATION DE COMMENTAIRES

**MODIFICATION DE L'ARTICLE 9.4 DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC.
MÉTHODOLOGIE "SPAN" POUR COMPTE CLIENT**

Le comité des règles et politiques de Bourse de Montréal Inc. (la « **Bourse** ») et le Comité Spécial de la Division de la réglementation de la Bourse ont approuvé des modifications à l'article 9.4 des règles de la Bourse afin de permettre l'utilisation de la méthode d'analyse standard du risque de portefeuille (Standard Portfolio Analysis of Risk, ou « SPAN ») afin d'établir les exigences de marge pour les contrats à terme et les options sur contrats à terme.

Les commentaires relatifs aux modifications proposées doivent nous être présentés au plus tard le **3 septembre 2021**. Prière de soumettre ces commentaires à :

Sophie Brault
Conseillère 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 (« **OAR** ») 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).

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 (le « **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 des règles et politiques de la Bourse le pouvoir d'adopter ou de modifier ces règles sur recommandation du Comité Spécial.



MODIFICATION DE L'ARTICLE 9.4 DES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC. - MÉTHODOLOGIE "SPAN" POUR COMPTE CLIENT

TABLE DES MATIÈRES

DESCRIPTION	1
MODIFICATIONS PROPOSÉES	2
ANALYSE	2
Contexte	2
Objectifs	3
Analyse comparative	4
Analyse des incidences	4
PROCESSUS	5
DOCUMENTS EN ANNEXE	5

I. DESCRIPTION

Bourse de Montréal Inc. (la « Bourse ») et la Division de la réglementation (la « Division ») de la Bourse proposent de modifier les Règles de la Bourse (les « Règles ») pour permettre l'utilisation de la méthode d'analyse standard du risque de portefeuille (Standard Portfolio Analysis of Risk, ou « SPAN ») afin d'établir les exigences de marge pour les contrats à terme et les options sur contrats à terme à l'égard d'un compte client dans les circonstances décrites dans la présente analyse. La Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (la « CCCPD ») met en place un régime fondé sur les marges brutes des clients (le « régime MBC »)¹ qui est en phase avec les exigences réglementaires dans le cadre des Principes pour les infrastructures de marchés financiers (les « PIMF »). L'application de la méthode SPAN pour les contrats à terme et les options sur contrats à terme à l'égard d'un compte client augmenterait la transparence et l'alignement sur les normes mondiales de l'industrie, réduisant ainsi l'incertitude entre les différentes méthodes de calcul des marges.

¹ Conformément à la définition proposée par la CCCPD sous le régime fondé sur les marges brutes des clients.

À moins que d'autres définitions ne soient précisées dans la présente analyse, tous les termes qui y sont employés ont le sens qui leur est attribué dans les Règles.

II. MODIFICATIONS PROPOSÉES

La Bourse et la Division proposent de modifier l'article 9.4 afin de permettre l'utilisation optionnelle de la méthode SPAN pour les comptes clients dans le cadre du régime MBC aux fins du calcul des exigences de marge pour les contrats à terme et les options sur contrats à terme. Prière de se reporter au libellé des modifications proposées figurant à l'annexe 1.

III. ANALYSE

a. Contexte

Les exigences de marge sont un outil essentiel pour gérer le risque sur les marchés à terme. La CCCPD, qui agit à titre de contrepartie centrale pour chaque opération réalisée à la Bourse, est responsable de gérer et d'atténuer le risque de défaut. À l'heure actuelle, la Bourse, en collaboration avec la CCCPD, établit ces exigences minimales. Elles sont calculées selon une méthode basée sur la stratégie décrite au chapitre B de la partie 9 des règles de la Bourse, pour les positions détenues par des Participants Agréés sur toutes les positions sur les dérivés inscrits à la Bourse. Ces positions sont détenues pour le compte propre des Participants Agréés ou pour les comptes de leurs clients. La Division publie ensuite ces exigences de marge quotidiennement (fichiers en format CSV), en y incluant les exigences de marge précises pour les contrats à terme et les écarts intra-marchandises.

Lorsqu'il s'agit d'établir les exigences de marge minimales applicables, l'article 9.4 des Règles permet actuellement aux Participants Agréés d'utiliser la méthode SPAN pour les positions détenues dans leur compte, mais interdit le recours à cette méthode pour l'établissement de la marge exigée à l'égard d'un compte client. Ces conditions sont semblables à celles qui s'appliquent en vertu des règles de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (l'« OCRCVM »)². L'alignement des règles de la Bourse relatives aux marges sur celles de l'OCRCVM remonte à l'époque où les activités de réglementation des membres ont été transférées à l'OCRCVM³, après 2004. Dans le cadre de ce transfert de responsabilités, plusieurs dispositions relatives aux exigences de marge et de capital ont par la suite été retirées des Règles de la Bourse, à l'exception de certaines d'entre elles qui ne figurent pas dans les règles de l'OCRCVM, en l'occurrence les exigences que la Bourse maintient pour développer le marché des dérivés. De plus, lorsqu'il s'agit de dérivés inscrits à la Bourse, les règles de l'OCRCVM font référence aux marges établies par la Bourse. Au cours des années, la Bourse et l'OCRCVM ont conclu de multiples accords visant à mettre en œuvre conjointement toutes les nouvelles règles

² Les règles de marges de l'OCRCVM se trouvent au [Règle 100](#) des Règles des courtiers membres jusqu'au 30 décembre 2021, après quoi elles se retrouveront sous la [Série 5000](#) des Règles de l'OCRCVM.

³ Après sa fusion avec Services de réglementation du marché inc. le 1^{er} juin 2008, l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières a changé son appellation pour « Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières » (OCRCVM).

relatives aux marges. Par conséquent, la Bourse et l'OCRCVM continuent de collaborer dans le cadre de la modification des règles relatives aux marges.

b. Objectifs

La CCCPD modifie ses règles et procédures afin d'être en conformité avec le principe 14 des PIMF, qui traite de la ségrégation et de la portabilité⁴. La CCCPD propose ce qui suit : i) introduire un régime MBC applicable à toutes les positions en cours sur contrats à terme et sur options sur contrats à terme, à l'exception des positions en cours de couverture⁵ et ii) modifier les exigences de marge connexes pour certains comptes⁶. La méthode de calcul des exigences de marge énoncée dans le Manuel des risques de la CCCPD sera mise à jour en conséquence.

Comme indiqué ci-dessus, l'article 9.4 des Règles de la Bourse permet le recours à la méthode SPAN pour les comptes des Participants Agréés, mais l'interdit pour les comptes clients. Par conséquent, la marge que la CCCPD impose à un Participant Agréé compensateur (un « membre compensateur ») est établie au moyen de la méthode SPAN. Toutefois, il n'est pas permis aux Participants Agréés d'utiliser la méthode SPAN pour établir la marge de leurs clients, quel que soit le statut de ces derniers. Plus précisément, même si le client d'un Participant Agréé est un autre Participant Agréé ou un Participant Agréé étranger, un non-membre de l'OCRCVM, il n'est pas permis de recourir à la méthode SPAN pour établir les exigences de marge. De ce fait, il existe un décalage entre la marge imposée au Participant Agréé, et celle imposée aux clients de ce Participant Agréé.

Cette proposition vise à modifier les Règles pour permettre aux Participants Agréés d'adopter la méthode SPAN pour l'établissement des marges de leurs clients à l'égard des contrats à terme et des options sur contrats à terme ciblés. Le recours à la méthode SPAN aux fins du calcul des marges pour les comptes clients dans le cadre du nouveau régime MBC permettrait d'harmoniser le calcul des marges pour les clients à la fois par les Participants Agréés canadiens de la Bourse et les membres compensateurs de la CCCPD, si les Participants Agréés choisissent la méthode SPAN pour calculer la marge de leurs comptes clients. Cette approche permettrait d'améliorer l'efficacité opérationnelle en incluant tout allègement de marge offert par la CCCPD, ce qui n'est pas possible dans le cadre à deux régimes actuellement (SPAN et régime fondé sur les stratégies).

Le fait de permettre l'utilisation facultative de SPAN pour les comptes clients présenterait par ailleurs les avantages d'une transparence accrue et de l'alignement sur les normes sectorielles mondiales⁷, ce qui réduirait l'incertitude découlant du recours aux deux méthodes de calcul pour l'établissement des exigences de marge.

⁴ [Principles for Financial Market Infrastructures: Principle 14 - Segregation and portability](#)

⁵ Conformément à la définition proposée par la CCCPD : « position en cours considérée par les membres compensateurs comme admissible pour réduire le risque de marché d'un compte-client individuel ou d'un compte non-firme de teneur de marché ».

⁶ Veuillez vous reporter aux publications de la CCCPD pour obtenir de plus amples renseignements sur cette proposition.

⁷ La CME a fourni la méthode SPAN aux autres bourses et organisations de compensation par l'intermédiaire du comité d'audit conjoint, une organisation coopérative bénévole composée de plusieurs bourses de produits dérivés et de la National Futures Association.

Si le Participant Agréé ne choisit pas l'utilisation de la méthodologie SPAN pour calculer la marge applicable au client, l'approche existante, actuellement publiée quotidiennement par la Division, continuera de s'appliquer. De plus, il est important de noter que l'allègement de marge entre le régime MBC et les positions du régime non-MBC ne sera pas autorisé par la CCCPD dans les modifications proposées aux règles de la CCCPD. En vertu du régime MBC, les positions en cours de couverture et les positions vendeurs sur des contrats à terme ou des options pour lesquelles des titres sont détenus dans des dépôts spécifiques conformément aux articles A-212 et A-706 des règles de la CCCPD seraient exclues.

c. Analyse comparative

En développant son modèle de compensation pour soutenir son régime MBC, la CCCPD a mené une analyse comparative avec d'autres CCP, à savoir CME Clearing, ICE Clear U.S., Eurex Clearing, Australian Securities Exchange et LCH SA. Les règles de la Commodity Futures Trading Commission (« CFTC ») et du EMIR ont été examinées, et le régime MBC de la CCCPD est plus proche de celui de la CFTC. Le SPAN lancé par le Groupe CME est le service de marges de portefeuille, reconnu par la CFTC, qui a été adopté par un grand nombre de bourses et leurs chambres de compensation respectives, comme indiqué dans la section précédente⁸.

d. Analyse des incidences

i. Incidences sur le marché

Les modifications proposées n'auront aucune incidence directe sur les marchés des dérivés, hormis l'alignement des exigences de marge de la Bourse sur les pratiques de gestion du risque de la CCCPD, et les changements que l'OCRCVM met en œuvre pour adapter les exigences de marge en conséquence.

ii. Incidences sur les systèmes technologiques

Les modifications proposées n'auront aucune incidence sur les systèmes technologiques de la Bourse mais pourraient avoir une incidence pour les Participants Agréés. La méthode SPAN est déjà bien comprise et a été adoptée par un grand nombre de participants au marché. Les Participants Agréés sont encouragés à évaluer les processus associés à l'utilisation de SPAN pour calculer la marge pour les clients concernés. Les incidences possibles sur les activités des fournisseurs font l'objet d'un suivi visant à relever tout problème potentiel. La mise en œuvre du régime MBC nécessitera la modification des systèmes technologiques de la CCCPD, mais la présente proposition n'aura en elle-même aucune incidence directe sur ces systèmes.

iii. Incidences sur les fonctions de réglementation

Les modifications proposées n'auront aucune incidence directe sur les activités de la Division. La modification a été lancée par la Division, avec le soutien de la Bourse, pour aligner les exigences de marge sur celles de l'OCRCVM, et pour aider la CCCPD à mettre en œuvre le régime MBC.

⁸ Cette méthode a été adoptée par les marchés à terme nord-américains et des centres financiers mondiaux comme Londres, Paris, Tokyo, Osaka, Singapour, Hong Kong, Sydney et plusieurs autres. Au fil des ans, la méthode SPAN a été adoptée par plus de 50 bourses et organisations de compensation. https://secure.fia.org/downloads/Mar-Apr_SPAN.pdf

iv. Incidences sur les fonctions de compensation et de négociation

Les modifications proposées n'auront aucune incidence sur la négociation à la Bourse. Par ailleurs, le changement contribuera à la mise en œuvre du régime MBC au sein des fonctions de compensation de la CCCPD. Les produits qui ne sont pas couverts par le nouveau régime MBC continueront d'être traités de la même façon, c'est-à-dire selon le régime actuel des règles de la Bourse et de l'OCRCVM. Le traitement des autres dérivés inscrits qui ne sont pas couverts par le régime MBC demeurerait également inchangé. Par exemple, dans le cas de contrats à terme sur actions (dans des comptes de couverture) et d'options sur actions dont le sous-jacent est le même, les Participants Agréés continueraient d'établir la marge des positions du portefeuille des clients selon la méthode fondée sur les stratégies.

v. Intérêt public

La Bourse est d'avis que les modifications proposées ne sont pas contraires à l'intérêt public. En fait, le public et les participants au marché demandent généralement que les règles soient claires et qu'elles s'harmonisent avec les pratiques exemplaires des autres bourses de dérivés étrangères et, le cas échéant, avec celles des autres organismes d'autoréglementation. Le fait de limiter l'utilisation de la méthode SPAN aux positions de clients sous le régime MBC aura par ailleurs l'avantage de réduire la complexité de la modification des règles et des changements opérationnels connexes.

IV. PROCESSUS

Les modifications proposées sont soumises à l'approbation du Comité spécial et du Comité des règles et politiques de la Bourse. Elles sont également soumises à l'Autorité des marchés financiers conformément au processus d'autocertification et à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario à titre informatif.

V. DOCUMENTS EN ANNEXE

Annexe 1 – Modifications proposées

ANNEXE 1 — MODIFICATIONS PROPOSÉES

VERSION MODIFIÉE

[...]

PARTIE 9 - COMPENSATION ET INTÉGRITÉ FINANCIÈRE

Article 9.4 Utilisation du système SPAN de Marge basée sur le risque

- (a) Compte de Participant Agréé. Dans le cas d'un Compte de Participant Agréé composé exclusivement de positions en Instruments Dérivés inscrits à la Bourse, la Marge exigée peut être celle calculée par la méthodologie « Standard Portfolio Analysis » (SPAN) en utilisant l'intervalle de Marge calculé et les hypothèses utilisées par la CCCPD. Si le Participant Agréé sélectionne la méthodologie SPAN, les exigences de Marge calculées selon cette méthodologie auront préséance sur les dispositions prescrites dans les Règles.
- (b) Compte Client. Dans le cas d'un Compte Client, un Participant Agréé peut~~il est interdit d'~~ utiliser la méthodologie SPAN pour déterminer les exigences de Marge si le Compte Client auprès de la CCCPD est conforme au régime fondé sur les marges brutes des clients tel que défini par la CCCPD. Si le Participant Agréé sélectionne la méthodologie SPAN, les exigences de Marge calculées selon cette méthodologie auront préséance sur les dispositions prescrites dans les Règles.

VERSION PROPRE

[...]

PARTIE 9 - COMPENSATION ET INTÉGRITÉ FINANCIÈRE

Article 9.4 Utilisation du système SPAN de Marge basée sur le risque

- (a) Compte de Participant Agréé. Dans le cas d'un Compte de Participant Agréé composé exclusivement de positions en Instruments Dérivés inscrits à la Bourse, la Marge exigée peut être celle calculée par la méthodologie « Standard Portfolio Analysis » (SPAN) en utilisant l'intervalle de Marge calculé et les hypothèses utilisées par la CCCPD. Si le Participant Agréé sélectionne la méthodologie SPAN, les exigences de Marge calculées selon cette méthodologie auront préséance sur les dispositions prescrites dans les Règles.
- (b) Compte Client. Dans le cas d'un Compte Client, un Participant Agréé peut utiliser la méthodologie SPAN pour déterminer les exigences de Marge si le Compte Client auprès de la CCCPD est conforme au régime fondé sur les marges brutes des clients tel que défini par la CCCPD. Si le Participant Agréé sélectionne la méthodologie SPAN, les exigences de Marge calculées selon cette méthodologie auront préséance sur les dispositions prescrites dans les Règles.