

CIRCULAIRE 147-23
Le 14 décembre 2023

SOLLICITATION DE COMMENTAIRES

MODIFICATION DES RÈGLES DE LA BOURSE RELATIVES AUX LIMITES DE POSITIONS APPLICABLES AUX PRODUITS INSCRITS SUR TAUX D'INTÉRÊT RÉGLÉS EN ESPÈCES

Le 1^{er} décembre 2023, le Comité de surveillance en matière d'autoréglementation (le « Comité de surveillance ») de Bourse de Montréal Inc. (la « Bourse ») a approuvé des modifications apportées aux Règles de la Bourse (les « Règles ») concernant les limites de positions applicables aux Produits Inscrits sur taux d'intérêt réglés en espèces.

Les commentaires au sujet des modifications proposées doivent être présentés au plus tard le 31 janvier 2024. Prière de soumettre ces commentaires à :

Charlotte Larose
Cheffe des affaires juridiques, Division de la réglementation
Division de la réglementation de Bourse de Montréal Inc.
1190, avenue des Canadiens-de-Montréal, bureau 1800
C. P. 37, Montréal (Québec) H3B 0G7
Courriel : mxrlegal@tmx.com

Une copie de ces commentaires sera aussi transmise à l'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité »), à :

M^e Philippe Lebel
Secrétaire et directeur général, 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 l'un de ces destinataires seront transmis à l'autre destinataire, et que la Bourse peut publier un sommaire de ces commentaires dans le cadre du processus d'autocertification pour ce dossier. À moins d'indication contraire, la Bourse publiera les commentaires de façon anonyme.

Annexes

Vous trouverez dans les annexes une analyse ainsi que le libellé des modifications proposées. La date d'entrée en vigueur des modifications proposées sera déterminée par la Division, conformément au processus d'autocertification prévu par la *Loi sur les instruments dérivés* (RLRQ, chapitre I-14.01).

Processus d'établissement de règles

La Bourse est autorisée à exercer ses activités en tant que bourse et est reconnue à titre d'organisme d'autoréglementation par l'Autorité. La Division de la réglementation de la Bourse (la « Division ») est responsable des fonctions de réglementation de la Bourse et, dotée d'une structure administrative distincte, elle exerce ses activités de façon indépendante de la Bourse. Les activités de la Division sont supervisées par le Comité de surveillance qui est nommé par le conseil d'administration de la Bourse.

Les propositions de nouvelles règles et les modifications apportées aux règles qui ont trait à l'intégrité du marché (les « règles d'intégrité du marché ») sont sous la responsabilité de la Division. Les propositions et modifications visant les règles d'intégrité du marché sont présentées au Comité consultatif sur l'autoréglementation, qui formule des recommandations, avant d'être soumises pour l'approbation du Comité de surveillance. Les propositions et modifications sont par la suite soumises à l'Autorité conformément au processus d'autocertification prévu par la *Loi sur les instruments dérivés* (RLRQ, chapitre I-14.01).

**MODIFICATION DES RÈGLES DE LA BOURSE RELATIVES AUX LIMITES DE POSITIONS APPLICABLES AUX
PRODUITS INSCRITS SUR TAUX D'INTÉRÊT RÉGLÉS EN ESPÈCES**

I. DESCRIPTION	4
II. RÉSUMÉ DES MODIFICATIONS	4
III. ANALYSE	4
a. Contexte	4
b. Objectifs	5
c. Analyse comparative	6
d. Analyse des incidences	7
i. Incidences sur le marché	7
ii. Incidences sur les systèmes technologiques	8
iii. Incidences sur les fonctions de réglementation	8
iv. Incidences sur les fonctions de compensation	8
v. Incidence sur la conformité aux lois	8
vi. Intérêt public	8
ANNEXE A – VERSION SOULIGNÉE DES MODIFICATIONS	9
ANNEXE B – VERSION PROPRE AVEC MODIFICATIONS	10

I. DESCRIPTION

À l'heure actuelle, le paragraphe 6.309B(a) des Règles prévoit que les limites de positions applicables aux contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois (« BAX »), aux options régulières sur contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois (« OBX »), aux contrats à terme de trois mois sur le taux CORRA (« CRA »), aux contrats à terme d'un mois sur le taux CORRA (« COA ») et à tout autre produit inscrit sur taux d'intérêt réglé en espèces (collectivement, les « produits inscrits sur taux d'intérêt réglés en espèces ») sont établies et publiées sur une base trimestrielle. La Division propose de retirer les limites de positions applicables aux produits inscrits sur taux d'intérêt réglés en espèces.

II. RÉSUMÉ DES MODIFICATIONS

La Division propose de modifier le paragraphe (a) de l'article 6.309B (« Limites de positions applicables aux Contrats à Terme ») des Règles afin de retirer les limites de positions applicables aux produits inscrits sur taux d'intérêt réglés en espèces (les « modifications proposées »).

Les modifications proposées sont présentées en annexe dans l'ordre suivant.

- Annexe A – Version soulignée des modifications
- Annexe B – Version propre avec modifications

III. ANALYSE

a. Contexte

Avant les modifications relatives aux limites de positions qui ont été autocertifiées le 2 février 2021¹, la Bourse appliquait une limite quant au nombre de positions acheteur nettes ou de positions vendeur nettes pour tous les mois d'échéance combinés pouvant être détenues ou contrôlées par une personne, en tout temps (la « limite de positions pour tous les mois d'échéance ») sur des produits inscrits sur taux d'intérêt réglés en espèces, qui correspondait au plus élevé entre i) un nombre fixe de contrats et ii) 20 % de la moyenne de l'intérêt en cours quotidien de tous les mois de livraison du produit inscrit sur taux d'intérêt réglé en espèces désigné durant les trois mois précédents. Les modifications présentées dans la circulaire [circulaire 021-21](#) i) marquaient l'abandon des limites de positions pour tous les mois d'échéance et le passage à une limite de positions acheteur nette ou de positions vendeur nette pour le mois de règlement d'un contrat à terme pouvant être détenus ou contrôlés par une personne à la clôture de la négociation le premier jour ouvrable du premier mois de règlement (la « limite de positions du mois d'échéance en cours ») et ii) venaient modifier le calcul en établissant cette limite à 25 % de la moyenne de l'intérêt en cours quotidien pour le mois de règlement du produit inscrit sur taux d'intérêt réglé en espèces désigné durant les trois mois précédant le mois qui précède le mois de règlement.

En janvier 2023, la Bourse inscrivait le contrat COA à la négociation. Le libellé actuel du paragraphe 6.309B(a), qui concerne les produits inscrits sur taux d'intérêt réglés en espèces, ne reflète pas de façon appropriée les caractéristiques du contrat COA, de sorte qu'une méthode systématique d'établissement et de publication des limites de positions pour le contrat COA n'est pas explicitement décrite dans les Règles. La Division utilise les dispositions énoncées au paragraphe 6.310(d) pour établir les limites de positions du contrat COA. Ce paragraphe permet à la Division, à sa discrétion, d'établir et de

¹ [Circulaire 021-21](#) : Modification des règles de Bourse de Montréal Inc. concernant les limites de position

publier des limites de positions ou de lever les limites de positions pour les produits inscrits dont l'intérêt en cours est minime ou inexistant ou pour tout nouveau produit inscrit.

En se basant sur les observations faites depuis les modifications présentées dans la [circulaire 021-21](#), la Division est d'avis que les limites de positions applicables aux produits inscrits sur taux d'intérêt réglés en espèces ne sont plus adéquates, comme décrit ci-après. De plus, la Division considère que les modifications proposées offriront aux participants au marché une plus grande certitude et une meilleure clarté quant aux limites de positions applicables au contrat COA.

b. Objectifs

Les limites de positions visent à éviter la spéculation et la manipulation excessive tout en assurant une liquidité du marché suffisante pour les contrepartistes véritables et à protéger le processus d'établissement des prix. Il est nécessaire d'établir des limites de positions appropriées, particulièrement dans le cas de produits inscrits caractérisés par la livraison physique, afin que les positions en cours n'excèdent pas la provision de titres sous-jacents réellement livrables. Par ailleurs, les limites de positions applicables à ces produits inscrits garantissent l'établissement ordonné du cours du sous-jacent et font en sorte qu'aucun participant au marché ne peut accaparer le marché. Dans le cas des produits inscrits sur taux d'intérêt réglés en espèces, il n'y a pas de livraison de la valeur sous-jacente comme le taux canadien moyen des opérations de pension à un jour (« CORRA ») composé quotidiennement durant le trimestre de référence pour le contrat CRA. Les participants au marché échangent plutôt des espèces à un montant équivalent à la différence entre le cours d'ouverture et le prix de règlement final de la position. Par conséquent, la Division est d'avis que le risque d'accaparement des marchés sous-jacents des produits inscrits sur taux d'intérêt réglés en espèces est inexistant.

De plus, l'intérêt en cours du contrat CRA poursuit sa montée et dépassera probablement celui du contrat BAX bien avant que l'administrateur réglementé du Canadian Dollar Offered Rate (« CDOR ») cesse de publier le taux CDOR après le 28 juin 2024. La Division considère comme minime le risque que la détention d'un nombre très élevé de positions sur le contrat CRA et le contrat COA jusqu'à l'échéance influencent le taux CORRA et les prix de règlement finaux.

Concrètement, depuis la prise d'effet du retrait des limites de positions pour tous les mois d'échéance combinés, le 30 juin 2021², la Division n'a observé aucune tentative d'accaparement du marché ni toute autre activité de négociation inhabituelle liées aux produits inscrits sur taux d'intérêt réglés en espèces.

De plus, depuis que la Bourse a lancé la négociation du contrat CRA, le 12 juin 2020, la Division applique le paragraphe 6.310(d) pour établir une limite de positions du contrat CRA équivalente à celle du contrat BAX. Par exemple, la Division a calculé et établi une limite de positions du mois d'échéance en cours de 47 765 contrats pour le contrat BAX de mars 2023, en vigueur le 1^{er} mars 2023. Et bien qu'une limite de positions du mois d'échéance en cours de 2 543 contrats aurait été fixée pour le contrat CRA de décembre 2022 (« CRAZ22 »)³ en utilisant la même méthode qui prévoit 25 % de la moyenne de l'intérêt en cours quotidien durant les mois de novembre 2022 à janvier 2023, la Division a établi une limite de position du mois d'échéance en cours de 47 765 contrats en vigueur le 1^{er} mars 2023. Jusqu'à octobre 2023,⁴ les limites de positions applicables au contrat CRA ont par conséquent toujours été plus élevées

² [Circulaire 021-21](#) : Modification des règles de Bourse de Montréal Inc. concernant les limites de position

³ Remarque : Le règlement des contrats CRAZ22 a eu lieu en mars 2023.

⁴ En octobre 2023, l'intérêt en cours du contrat CRA dépassait l'intérêt en cours du contrat BAX.

que la taille du marché en tant que tel, car le marché des contrats BAX est plus important que celui des contrats CRA.

En ce qui concerne les contrats CRAZ22, la Division a constaté qu'un certain nombre de participants au marché détenaient des positions plus importantes que la limite de positions établie de 2 543 contrats au moment de la prise d'effet de la limite de positions du mois d'échéance en cours à la fermeture des marchés le 1^{er} mars 2023. Cependant, la Division n'a constaté aucune activité de négociation inhabituelle liée aux cas de détention de positions supérieures à la limite établie. En fait, depuis l'inscription à la négociation des contrats CRA, la Division n'a observé aucune activité de négociation inhabituelle liée à la détention d'un nombre très élevés de positions. Par conséquent, la Division considère qu'il existe des données empiriques suffisantes qui démontrent que les limites de positions applicables aux produits inscrits sur taux d'intérêt réglés en espèces n'offrent que peu de valeur et qu'elles constituent un fardeau réglementaire pour ce qui est des coûts et de la gestion liés à leur surveillance et à leur application.

Les modifications proposées n'entraveront ni ne limiteront la capacité de la Division de surveiller le marché à l'égard de la manipulation des cours, de l'accaparement du marché ou de toute autre situation qui pourrait menacer l'intégrité ou la négociation ordonnée des produits inscrits sur taux d'intérêt réglés en espèces. En outre, la Division peut imposer des limites de positions à tout participant agréé ou client si elle le juge nécessaire afin d'assurer l'intégrité et l'équité du marché, comme le prévoit le paragraphe 6.310(e).

Par conséquent, les modifications proposées réduiront le fardeau réglementaire sans compromettre la capacité de la Division de prendre des mesures à l'égard de menaces qui découleraient de positions détenues sur des produits inscrits sur taux d'intérêt réglés en espèces.

c. Analyse comparative

Dans le cadre d'une analyse comparative qui portait sur huit marchés distincts et 21 produits différents comparables aux produits inscrits sur taux d'intérêt réglés en espèces, la Division a constaté que seule l'ASX 24 appliquait des limites de positions sur deux de ses produits. Notamment, ces limites de positions sont fixes et ne sont en vigueur que durant le dernier jour de négociation de chaque mois d'échéance. Les modifications proposées permettront donc une harmonisation avec les règles de la plupart des marchés internationaux.

Marché	Produits	Limite de positions ⁵
CME	Contrat à terme de 1 mois sur le SOFR	Aucune
	Contrat à terme de 3 mois sur le SOFR	Aucune
CBOT	Contrat à terme de 30 jours sur le taux des fonds fédéraux	Aucune
ICE Futures US	Contrat à terme de 1 mois sur le SOFR	Aucune
	Contrat à terme de 3 mois sur le SOFR	Aucune
ICE Futures	Contrat à terme de 1 mois sur le taux à	Aucune

⁵ Certains marchés peuvent imposer une limite basée sur des seuils de responsabilité.

Marché	Produits	Limite de positions ⁵
Europe	court terme de l'Euro	
	Contrat à terme de 3 mois sur l'Euribor	Aucune
	Contrat à terme de 3 mois sur le SARON	Aucune
	Contrat à terme de 1 mois sur le SOFR	Aucune
	Contrat à terme de 3 mois sur le SOFR	Aucune
	Contrat à terme de 1 mois sur le taux SONIA	Aucune
	Contrat à terme de 3 mois sur le taux SONIA	Aucune
Eurex	Contrat à terme de 3 mois sur le taux à court terme de l'Euro	Aucune
	Contrat à terme de 3 mois sur l'Euribor	Aucune
	Contrat à terme de 3 mois sur le SARON	Aucune
ASX 24	Contrat à terme 30 jours sur le taux en espèces interbancaire	Aucune
	Contrat à terme sur acceptations bancaires australiennes de 90 jours	20 000 contrats ⁶ (applicable aux positions en cours nettes du mois d'échéance en cours à la clôture de la négociation la veille du jour de l'échéance)
	Contrat à terme sur acceptations bancaires néo-zélandaises de 90 jours	17 500 contrats ⁷ (applicable aux positions en cours nettes du mois d'échéance en cours à la clôture de la négociation la veille du jour de l'échéance)
HKEX	Contrat à terme de 1 mois sur l'HIBOR	Aucune
	Contrat à terme de 3 mois sur l'HIBOR	Aucune
TFX	Contrat à terme de 3 mois sur le TONA	Aucune

⁶ L'intérêt en cours des contrats à terme sur acceptations bancaires australiennes de 90 jours échéant en mars 2023 était de 124 937 contrats la veille du jour de règlement. La limite de positions réelle était donc de 16 % de l'intérêt en cours.

⁷ L'intérêt en cours des contrats à terme sur acceptations bancaires néo-zélandaises de 90 jours échéant en mars 2023 était de 49 393 contrats la veille du jour de règlement. La limite de position réelle était donc de 35,4 % de l'intérêt en cours.

d. Analyse des incidences

i. Incidences sur le marché

Les modifications proposées allégeront un fardeau réglementaire pour les participants au marché qui offre peu de valeur en comparaison des coûts et de la gestion liés à la surveillance et à l'application des limites de positions applicables aux produits inscrits sur taux d'intérêt réglés en espèces. Les modifications proposées libéreront aussi les participants au marché de l'obligation de liquider inutilement des positions afin de respecter les limites de position. Par conséquent, la Division est d'avis que les modifications proposées empêcheront la négociation désordonnée qui se produirait autrement dans la période où les limites de positions du mois d'échéance en cours seraient en vigueur, en plus de favoriser la croissance des contrats COA et CRA.

ii. Incidences sur les systèmes technologiques

Les modifications proposées n'ont aucune incidence sur les systèmes technologiques de la Bourse, de la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (la « CDCC »), des participants agréés, des fournisseurs de logiciels indépendants, ni d'aucun autre participant au marché. La Bourse n'a relevé aucun obstacle, que ce soit de nature technique, opérationnelle ou autre, à la mise en œuvre des modifications proposées.

iii. Incidences sur les fonctions de réglementation

Les modifications proposées n'auront pas d'incidence sur les fonctions réglementaires de la Division, car la Division continuera de surveiller et de superviser les activités sur les produits inscrits sur taux d'intérêt réglés en espèces et peut intervenir lorsqu'elle le juge nécessaire concernant un événement de marché ou une position d'un participant au marché donnés. Les participants agréés continueront de transmettre les rapports relatifs à l'accumulation de positions, permettant ainsi à la Division de surveiller les grandes accumulations de positions sur les produits inscrits sur taux d'intérêt réglés en espèces. Les modifications proposées libéreront la Division du processus administratif relatif à l'établissement et à la publication des limites de positions applicables aux produits inscrits sur taux d'intérêt réglés en espèces.

iv. Incidences sur les fonctions de compensation

Les modifications proposées n'auront aucune incidence sur les fonctions de compensation de la CDCC.

v. Incidence sur la conformité aux lois

Les modifications proposées n'auront aucune incidence sur les Règles en matière de conformité, de surveillance et de déclaration de la Bourse. Les participants agréés doivent se conformer aux Règles de la Bourse et sont assujettis à la surveillance de la Division. Les participants agréés sont tenus de respecter en tout temps les bonnes pratiques commerciales dans la conduite de leurs affaires.

vi. Intérêt public

Les modifications proposées sont conformes à l'objectif de la Bourse et de la Division de tenir à jour les Règles en modifiant les exigences afin de refléter les pratiques exemplaires et l'évolution du marché. En retirant les limites de positions applicables aux produits inscrits sur taux d'intérêt réglés en espèces, les modifications proposées allégeront un fardeau réglementaire pour les participants au marché qui est jugé

de peu de valeur en matière de dissuasion des pratiques inappropriées sur les marchés concernant ces produits. Les modifications proposées n'auront aucune incidence sur les fonctions réglementaires de la Division relatives à la surveillance efficace du marché et sur la capacité de la Division d'intervenir au besoin. Pour ces raisons, la Division est d'avis que les modifications proposées respectent l'intérêt public.

ANNEXE A – VERSION SOULIGNÉE DES MODIFICATIONS

Article 6.309B Limites de positions applicables aux Contrats à Terme

Sauf indication contraire et sauf pour les Contrats à Terme sur actions, les limites de positions applicables aux Contrats à Terme sont les suivantes :

(a) Contrats à Terme sur taux d'intérêt réglés en espèces :

Il n'y a pas de limites de positions sur les Contrats à Terme sur taux d'intérêt réglés en espèces.

~~La limite de Positions Acheteur nette ou Positions Vendeur nette pour le Mois de Règlement d'un Contrat à Terme sur taux d'intérêt réglé en espèces trimestriel désigné pouvant être détenus ou contrôlés par une Personne le premier jour ouvrable du Mois de Règlement est égale à 25 % de la moyenne de l'Intérêt En Cours quotidien pour le Mois de Règlement du Contrat à Terme sur taux d'intérêt réglé en espèces trimestriel désigné durant les trois mois précédents le Mois de Règlement courant. Ces mêmes limites de positions s'appliquent aux deux mois suivants le Mois de Règlement pour les contrats sur cycles non trimestriels, lorsqu'applicable. Ces limites de positions sont établies et publiées par la Bourse sur une base trimestrielle.~~

ANNEXE B – VERSION PROPRE AVEC MODIFICATIONS

Article 6.309B Limites de positions applicables aux Contrats à Terme

Sauf indication contraire et sauf pour les Contrats à Terme sur actions, les limites de positions applicables aux Contrats à Terme sont les suivantes :

(a) Contrats à Terme sur taux d'intérêt réglés en espèces :

Il n'y a pas de limites de positions sur les Contrats à Terme sur taux d'intérêt réglés en espèces.