

L'évolution du traitement des produits dérivés de gré à gré

Natasha Khan*

Le présent article examine, dans une perspective canadienne, les principales conclusions du rapport ayant pour titre *New Developments in Clearing and Settlement Arrangements for OTC Derivatives*, publié en 2007 par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR)¹. On peut obtenir la version intégrale de ce rapport dans le site Web de la Banque des Règlements Internationaux (BRI).

Au Canada et à l'étranger, le marché des produits dérivés de gré à gré a poursuivi sa croissance exponentielle². La taille du marché mondial, évaluée selon le montant notionnel des contrats négociés, a augmenté au rythme annuel moyen de 20 % entre 1998 et 2005. En juin 2006, l'encours notionnel des dérivés de gré à gré dans le monde totalisait 370 billions de dollars É.-U.

Dès 2005, l'essor des dérivés de gré à gré, conjugué au faible niveau d'automatisation du processus de traitement des opérations connexes, avait occasionné d'importants retards dans la confirmation des transactions. Ces retards ont engendré des incertitudes quant aux risques de contrepartie et de crédit parmi les principaux acteurs du marché des dérivés, soulevant des questions relativement à l'efficacité et à la stabilité du système financier.

Les organismes de surveillance prudentielle ont commencé à exprimer leurs préoccupations au début de 2005. La gravité de la situation, particulièrement sur le marché des dérivés de crédit, a été soulignée dans un rapport commandité par l'industrie, paru en juillet 2005³.

En septembre de la même année, ces organismes ont réuni quatorze grands opérateurs du marché des dérivés à la Banque fédérale de réserve de New York et leur ont soumis le problème, démarche qui a incité ces derniers à s'engager publiquement à réduire les retards dans le traitement des dérivés de crédit.

Parallèlement, les banques centrales et les organismes de surveillance ont reconnu que plusieurs aspects de l'évolution récente de l'ensemble du marché des dérivés de gré à gré justifiaient une analyse plus poussée. C'est ainsi qu'en février 2006, le CSPR créait un groupe de travail, composé de représentants des banques centrales membres et des organismes chargés de la surveillance des principaux opérateurs du marché des dérivés, auquel il confiait le mandat de faire le suivi des enjeux cernés dans un rapport publié précédemment (CSPR, 1998) et de diagnostiquer et d'analyser tout nouvel enjeu découlant des progrès récents.

Le groupe de travail a mené des entrevues auprès d'opérateurs du marché des dérivés de chaque pays et rencontré des regroupements de participants aux marchés, des associations professionnelles et des fournisseurs de services d'infrastructure. Le rapport qui en a résulté, et qui vient compléter d'autres initiatives, trace un portrait complet des dispositions et des pratiques existantes de gestion des risques dans l'ensemble du marché des dérivés de gré à gré.

Selon les conclusions du rapport, même si l'infrastructure du traitement des dérivés de gré à gré a gagné

1. Le CSPR est un comité permanent de la BRI qui a été créé en 1990 et relève des gouverneurs des banques centrales du G10. Il contribue au renforcement de l'infrastructure du marché financier en veillant à ce que les systèmes de paiement et de règlement soient solides et efficaces.
 2. Au sens large, un contrat sur produit dérivé de gré à gré est une transaction négociée entre deux parties et dont la valeur dépend de celle d'un ou de plusieurs actifs, taux ou indices de référence sous-jacents.
- * L'auteure a fait partie d'un groupe de travail mis sur pied par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement de la Banque des Règlements Internationaux, qui a publié, le 16 mars 2007, le rapport analysé dans le présent article. Ce groupe comptait parmi ses membres des représentants des banques centrales des pays du G10, de l'Autorité monétaire de Hong Kong, de la Financial Services Authority du Royaume-Uni, de la Securities and Exchange Commission des États-Unis et de la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) d'Allemagne. La BRI a fourni les services de secrétariat.

3. Le rapport (*Counterparty Risk Management Policy Group II*, 2005) réclamait la constitution d'une table ronde, formée d'acteurs du marché, qui s'attaquerait au sérieux problème de l'accumulation croissante des transactions en attente de confirmation sur le marché des dérivés de crédit.

en solidité depuis 1998, des mesures supplémentaires s'imposent pour assurer la confirmation rapide de toutes les transactions relatives aux dérivés de gré à gré, la définition des moyens propres à atténuer l'incidence potentielle sur le marché de la liquidation (défaillance) de l'un ou de plusieurs des principaux participants au marché, l'accès aux services essentiels postérieurs aux transactions et l'efficacité de la connectivité entre les fournisseurs de services.

Nous traiterons dans la présente étude de six grandes questions : les retards dans la production des documents officiels, le recours aux garanties, la fonction de contrepartie centrale, le courtage privilégié, les novations et la compensation avec déchéance du terme. Les trois premières questions ont été soulevées dans le rapport du CSPR publié en 1998. Les trois dernières ont été jugées pertinentes compte tenu de l'évolution qu'a connu le marché depuis lors.

Principaux enjeux

Les retards dans la production des documents officiels

Accords-cadres non signés

L'accord-cadre établit les conditions applicables à toutes les transactions, ou à un sous-ensemble défini de transactions, dont peuvent convenir deux parties, par exemple un courtier et un investisseur institutionnel. La pratique qui consiste à conclure des transactions avant la signature d'un accord-cadre peut entraîner des risques d'ordre juridique, en compromettant la capacité d'une entreprise d'obtenir la liquidation et la compensation des transactions en cas de défaillance d'une contrepartie⁴.

Au Canada, un accord-cadre doit être en vigueur pour que se concrétisent les avantages découlant de la compensation lorsqu'une contrepartie manque à ses obligations⁵. Les lois canadiennes sur

l'insolvabilité garantissent la compensation avec déchéance du terme pour les contrats financiers admissibles⁶. (Voir la section « Aspects importants de l'évolution ayant une incidence sur le système financier », à la page 33.)

Contrairement à ce qui avait été observé en 1998, presque tous les courtiers internationaux sondés par le groupe de travail avaient signé des accords-cadres mutuels. L'enquête a révélé que la plupart des accords-cadres existants non signés concernaient des clients qui n'avaient réalisé qu'une seule transaction et, par conséquent, n'auraient pas eu d'avantages à tirer de la compensation.

En outre, la majorité des courtiers des pays du G10 interrogés avaient pris des mesures pour réduire les risques liés à l'absence d'accord-cadre signé. La plus importante consiste à limiter le nombre de transactions qui peuvent être réalisées avec une contrepartie non signataire d'un accord-cadre. La plupart des courtiers exigent la signature d'un tel accord avant la première transaction avec des contreparties de catégorie inférieure, et avant la deuxième transaction avec les autres contreparties. En l'absence d'accord-cadre signé, les courtiers utilisent habituellement une « confirmation détaillée » englobant l'accord-cadre standard du secteur. De plus, les courtiers contrôlent régulièrement le volume des accords-cadres en attente de signature et établissent l'ordre de priorité des documents à préparer, en fonction du risque associé à une contrepartie donnée⁷.

Confirmations en souffrance

Les contrats verbaux sont légalement exécutoires dans la majorité des pays, dont le Canada. Par conséquent, bien qu'une confirmation écrite soit hautement recommandable, le fait qu'une transaction ne soit pas confirmée par écrit n'a pas d'incidence sur sa validité. L'enregistrement des conversations téléphoniques, les messages électroniques, l'information provenant des courtiers (lorsqu'ils interviennent dans la transaction), les opérations de paiement ou le dépôt de garanties (nantissement) peuvent servir d'éléments prouvant l'existence d'une transaction. Cependant, même si l'existence d'une transaction n'est pas remise en question, ses modalités peuvent ultérieurement faire l'objet d'un litige entre les parties.

-
4. Par compensation, on entend essentiellement le règlement des positions ou obligations à l'égard d'une contrepartie donnée, de sorte que les pertes découlant d'un contrat puissent être compensées par les gains réalisés sur d'autres contrats, advenant la défaillance d'une contrepartie. Les données provenant des banques commerciales des États-Unis indiquent qu'en juin 2006, la compensation avait diminué les risques de contrepartie de 85 %.
 5. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, la législation en vigueur encourage fortement la partie non défaillante à liquider et à compenser les accords de swap si sa contrepartie manque à ses obligations, et ce, même en l'absence d'accord-cadre signé.

-
6. En mars 2007, le gouvernement fédéral canadien a apporté à diverses lois des modifications qui modernisent les dispositions sur l'insolvabilité en ce qui a trait aux contrats financiers admissibles.
 7. Les courtiers ont également la possibilité de suspendre les négociations avec une contrepartie qui n'a pas signé d'accord-cadre.

De plus, lorsque les transactions ne sont pas confirmées, des erreurs peuvent se glisser dans les livres et les registres de l'entreprise et conduire à une évaluation inexacte du risque de crédit de contrepartie, ce qui peut entraîner des anomalies de paiement⁸ et des désaccords quant au montant de la garantie requise. La pratique exemplaire serait donc la production d'une confirmation écrite précisant les conditions de la transaction.

En 1998, les confirmations en souffrance se comptaient par centaines, selon les courtiers, et bon nombre d'entre elles étaient en attente depuis 90 jours ou plus. Les données d'un sondage mené par l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA, 2006) révèlent que les retards à ce chapitre ont continué de s'accumuler jusqu'à la fin de 2005, moment où l'industrie a commencé à s'intéresser de plus près à la question. Les chiffres pour l'année civile 2006 semblent indiquer que les confirmations en souffrance ont diminué pour toutes les catégories de dérivés de gré à gré dans les grandes entreprises, mais celles concernant les dérivés de taux d'intérêt ont augmenté dans les petites et moyennes entreprises⁹.

Selon certaines informations, les courtiers canadiens n'auraient pas connu les retards considérables de confirmation des transactions sur dérivés de crédit de leurs homologues américains, le volume de leurs transactions étant plus faible. Toutefois, le nombre de confirmations de swaps de taux d'intérêt en souffrance a augmenté au cours de la dernière année dans les six grandes banques canadiennes.

Il ressort des entrevues menées par le groupe de travail auprès de courtiers des pays du G10 que les entreprises ont recours, à court terme, à divers procédés pour atténuer les risques découlant de l'absence de confirmation des transactions. Dans l'attente de celle-ci, de nombreux courtiers vérifient les principaux détails financiers d'une transaction peu après son exécution. Certaines entreprises considèrent importante cette étape de validation des conditions financières (parfois appelée affir-

mation)¹⁰. D'autres jugent toutefois préférable l'obtention d'une confirmation pleine et entière dès que possible, car des conditions non économiques comme les conventions relatives aux jours ouvrables, aux jours fériés et ainsi de suite pourraient occasionner des problèmes à d'autres étapes du cycle de traitement de l'opération. Dans son rapport, le CSPR indique que, malgré la divergence des points de vue sur les avantages qu'elle offre, la validation des conditions financières s'avère un outil d'atténuation du risque fort utile lorsqu'on prévoit un retard dans la confirmation pleine et entière, en particulier celle des produits complexes, qui peut prendre 30 jours ou plus.

La plupart des courtiers internationaux interrogés examinent de façon régulière les lots de confirmations en attente et font état des progrès réalisés à la haute direction de leur firme. Ils ont instauré des politiques relatives à l'établissement des priorités et redoublent d'efforts pour accélérer le processus en s'appuyant sur des paramètres comme la durée restante (échéance) des transactions et leur valeur.

L'industrie reconnaît qu'à long terme, le traitement des confirmations des opérations sur les produits plus standardisés ne pourra plus se faire manuellement, compte tenu du volume élevé de transactions, et que la solution réside plutôt dans son automatisation. Parmi les plateformes de confirmation électroniques actuellement en exploitation figurent Deriv/SERV, qui paraît être la plateforme de prédilection pour les dérivés de crédit, SwapsWire, privilégiée pour les swaps de taux d'intérêt, SWIFTNet Accord, utilisée pour les dérivés de change et de taux d'intérêt, et eConfirm, dont les services portent sur les contrats de marchandises de gré à gré.

Les courtiers canadiens ont déjà recours en majorité à Deriv/SERV pour la confirmation des transactions sur dérivés de crédit avec d'autres courtiers. Toutefois, ils sont plus lents à adopter des services automatisés de confirmation pour les swaps de taux d'intérêt que leurs homologues de certains autres pays du G10. Lorsque le rapport du CSPR a été publié en mars de cette année, les courtiers canadiens n'avaient pas toujours recours à de tels services, acheminant les confirmations relatives aux swaps de taux d'intérêt par télécopieur.

8. Une « anomalie de paiement » désigne le fait de ne pas recevoir un paiement attendu ou de recevoir un paiement non prévu.

9. Aux fins de ce sondage, les grandes entreprises sont celles qui exécutent plus de 1 500 transactions par semaine, les entreprises moyennes, celles qui réalisent moins de 1 500 mais plus de 300 transactions par semaine, et les petites entreprises, celles qui concluent moins de 300 transactions par semaine.

10. Il s'agit là d'un processus au cours duquel les contreparties examinent environ une douzaine de modalités financières clés d'une transaction. Cette démarche supplémentaire intervient avant que les deux parties revoient toutes les conditions d'une transaction.

Mentionnons toutefois que leurs homologues étrangers confient à SwapsWire la confirmation des swaps en dollars canadiens. Bien que les opérateurs canadiens reconnaissent l'efficacité des services automatisés de confirmation, ils font observer que les avantages de ces derniers sont limités s'ils ne sont pas aussi utilisés par les contreparties. Depuis la parution du rapport, un premier courtier canadien a adhéré à SwapsWire.

Le recours au nantissement

L'utilisation de garanties pour atténuer le risque de contrepartie s'est accrue considérablement depuis 1998. Cette pratique a en effet été adoptée dans tous les grands pays. À la fin de 2005, plus de 1,3 billion de dollars É.-U. d'actifs servaient de garanties contre les risques liés aux dérivés de gré à gré, alors que ce montant était de 200 milliards en 2000. Le nombre de contrats de nantissement¹¹ a même enregistré une hausse plus spectaculaire encore, passant de 12 000 à 110 000 entre 2000 et 2005.

La garantie atténue le risque de crédit, sans toutefois le supprimer. Le risque de crédit est le risque de non-règlement, par la contrepartie, de la pleine valeur d'une obligation lorsque cette dernière devient exigible ou par la suite. Le recours au nantissement réduit les besoins en fonds propres et libère les marges de crédit bilatérales des contreparties, permettant ainsi la poursuite des activités. Cependant, les fluctuations du marché et les délais dans l'évaluation au cours du marché ou les appels de marge peuvent engendrer des risques non couverts.

Bien que l'usage de garanties diminue le risque de crédit, il peut augmenter le risque juridique, le risque de garde, le risque opérationnel, le risque de liquidité du marché et le risque lié à la liquidité de financement. Le risque juridique est le risque de perte découlant de l'impossibilité de faire exécuter un contrat ou de l'application d'une loi ou d'un règlement de manière inattendue. Le risque de garde est le risque de perte de titres détenus en garde par suite de l'insolvabilité du dépositaire, de sa négligence ou de ses actes frauduleux. Le risque opérationnel est le risque de perte inattendue causée par la défaillance des systèmes informatiques ou des contrôles internes. Le risque de liquidité du marché est le risque de perte attribuable à une baisse

de la valeur marchande de la garantie. Enfin, le risque lié à la liquidité de financement est le risque qu'une contrepartie soit soumise à des exigences en matière de garanties trop lourdes pour qu'elle puisse les satisfaire le moment venu.

Les entrevues réalisées avec les courtiers semblent indiquer que des progrès notables ont été accomplis depuis 1998 dans l'atténuation des risques juridique, de garde, opérationnel et de liquidité du marché associés au recours aux garanties. Le degré de confiance dans le caractère exécutoire des contrats de nantissement est élevé. Le perfectionnement des systèmes de gestion des garanties a entraîné une réduction du risque de garde et du risque opérationnel. Le risque de liquidité du marché est habituellement contenu grâce à l'imposition de décotes adéquates et à de fréquentes évaluations au cours du marché. Le fruit des efforts des participants au marché pour gérer le risque lié à la liquidité de financement est toutefois plus difficile à estimer, en partie parce qu'il tend à se cristalliser en période de tensions sur le marché.

Les auteurs du rapport du CSPR signalent que la question de l'intégration des besoins en matière de garanties aux procédures de gestion globale des risques d'une entreprise exige une attention soutenue de la part des participants au marché.

La fonction de contrepartie centrale

Une contrepartie centrale — une chambre de compensation, par exemple — joue le rôle de contrepartie auprès des deux parties à une transaction, soit le rôle de vendeur pour chaque acheteur et celui d'acheteur pour chaque vendeur.

La compensation centrale des dérivés de gré à gré était peu fréquente au moment de la publication du rapport de 1998. En septembre 1999, SwapClear démarrait ses activités de chambre de compensation pour les swaps de taux d'intérêt dans une seule monnaie conclus entre courtiers. En décembre 2006, SwapClear avait compensé 35,5 billions de dollars É.-U. d'opérations de swap, soit près de 40 % du marché international des swaps de taux d'intérêt entre courtiers en 2006¹².

11. Un contrat de nantissement est un accord juridique qui régit l'usage des garanties fournies dans le cadre de transactions portant sur des dérivés de gré à gré. La plupart des contrats de nantissement se fondent sur l'annexe de soutien au crédit de la convention-cadre de l'ISDA.

12. À l'automne de 2006, la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CDCC), filiale à part entière de la Bourse de Montréal, a lancé Converge, un service de compensation regroupant les contrats d'actions négociés en bourse et les contrats d'actions négociés de gré à gré.

À l'heure actuelle, les courtiers canadiens ne sont pas membres de SwapClear¹³. L'un des grands avantages offerts par une contrepartie centrale est la compensation multilatérale¹⁴, grâce à laquelle peut être réduit le risque de crédit auquel s'exposent les membres par rapport à celui qu'ils assument sur une base bilatérale. On pourrait cependant affirmer que ces bénéfices sont amoindris par le fait qu'une contrepartie centrale est peu susceptible de procéder à la compensation de tout l'éventail des produits dérivés de gré à gré, ce qui pourrait accroître le risque de crédit des transactions bilatérales restantes, plus complexes. De récents entretiens avec les courtiers portent à croire que cette préoccupation s'est atténuée depuis 1998 et que la plupart des courtiers ne considèrent pas la protection limitée offerte par SwapClear comme ayant une incidence appréciable sur leur décision de recourir à ce service.

Certains participants au marché, y compris des courtiers canadiens, croient que les principaux avantages d'une contrepartie centrale sont purement opérationnels, et non liés au risque de crédit, et que nombre d'entre eux peuvent être fournis par d'autres services. Ainsi, le service triReduce de TriOptima, auquel font appel les courtiers canadiens, est réputé offrir d'importants gains opérationnels grâce à l'élimination des transactions par l'intermédiaire d'un service d'annulation multilatérale volontaire de transactions désignées¹⁵. Les transactions qui sont retirées du portefeuille n'ont pas à faire l'objet d'une garantie ni d'autres paiements, ce qui réduit les désaccords au sujet de la garantie et les anomalies de paiement.

Du point de vue systémique, une contrepartie centrale aide à concentrer le risque et la gestion du risque. Son pouvoir de réduction du risque systémique dépend donc de l'efficacité de ses mécanismes de gestion du risque. Une contrepartie centrale

pour les produits dérivés de gré à gré est confrontée à deux problèmes particuliers en ce qui concerne la gestion du risque. Premièrement, pour les produits qui sont plus complexes, il lui faut recourir à des modèles d'évaluation complexes, ce qui occasionne un risque de modèle. Deuxièmement, les modalités en cas de défaillance doivent tenir compte de l'illiquidité inhérente aux dérivés de gré à gré.

Constatant ces problèmes, SwapClear a limité ses services aux swaps de taux d'intérêt dans une seule monnaie, opérations moins complexes, et a adapté en conséquence ses procédures en cas de défaillance. Les participants au marché doivent être conscients des distinctions entre les modalités appliquées par une contrepartie centrale en cas de défaillance relative à des transactions sur dérivés de gré à gré et celles relatives à des transactions sur dérivés négociés en bourse¹⁶. Les membres d'une contrepartie centrale doivent également acquiescer aux modèles d'évaluation que celle-ci utilise pour établir le prix des positions, puisque les exigences en matière de nantissement seront fondées sur les prix donnés par ces modèles. Ces éléments auront une incidence sur les coûts et les risques associés à l'adhésion à la contrepartie centrale.

Le courtage privilégié

Un courtier qui est partie à un accord de courtage privilégié accepte de servir d'intermédiaire, dans des transactions admissibles précises, entre un client — un important fonds de couverture par exemple — et une liste de courtiers exécutants approuvés.

Des services de courtage privilégié sont offerts depuis quelques années déjà pour les opérations sur actions, sur titres à revenu fixe et sur produits de change, mais ne le sont que depuis très récemment pour les dérivés de gré à gré. À l'heure actuelle, seuls quelques courtiers internationaux de grande envergure offrent ces services, qu'ils destinent spécifiquement à la clientèle des fonds de couverture.

Les activités de courtage privilégié sur produits dérivés permettent à un fonds de couverture de conclure des transactions avec des courtiers exécutants multiples, tout en recourant aux systèmes de post-marché d'un seul courtier privilégié pour la compensation et le règlement des opérations, ce qui contribue à l'efficacité opérationnelle. Le courtage privilégié peut également réduire les exigences relatives au dépôt de garanties, puisque toutes les

13. SwapClear compte actuellement 20 membres, dont certains des plus importants négociants en produits dérivés à l'échelle internationale.

14. Arithmétiquement, la compensation multilatérale est réalisée en faisant la somme des positions nettes bilatérales de chaque participant vis-à-vis des autres participants, ce qui permet d'obtenir une position nette multilatérale représentant la position nette bilatérale de chaque participant à l'égard de la contrepartie centrale. Le risque de contrepartie s'en trouve ainsi réduit.

15. Le service offert par triReduce donne aux participants la possibilité de recenser les transactions qu'ils souhaitent retirer de leur bilan, sous réserve d'un ensemble de restrictions (tolérances) reliées aux fluctuations du risque de contrepartie, du risque de marché et des paiements. Ce service rapproche les transactions ainsi recensées de celles d'autres participants et résilie les positions compensatoires, tout en respectant les tolérances prédéfinies du participant.

16. Voir CSPR (2007) pour une analyse détaillée du processus de gestion des défaillances adopté par SwapClear.

transactions admissibles sont soumises à la compensation bilatérale.

Dans un accord type de courtage privilégié sur dérivés, une fois que le courtier exécutant et le fonds de couverture se sont entendus sur une transaction, chacun doit aviser le courtier privilégié des conditions convenues. Si le courtier privilégié accepte la transaction, il devient une contrepartie à deux opérations adossées, l'une avec le fonds de couverture et l'autre avec le courtier exécutant.

À l'heure actuelle, les courtiers canadiens n'offrent pas de services de courtage privilégié pour les produits dérivés¹⁷, mais ils jouent le rôle de courtiers exécutants dans des accords de courtage privilégié.

Dans son rapport de 2007, le CSPR recommande à toutes les parties à un accord de courtage privilégié d'analyser attentivement la documentation juridique et de bien comprendre quels sont leurs droits et leurs responsabilités.

Les novations

Une novation est le remplacement d'un contrat sur dérivé de gré à gré entre deux contreparties initiales (le cédant et la partie restante) par un nouveau contrat entre la partie restante et une tierce partie (le cessionnaire).

Les novations étaient rares en 1998, mais leur nombre a augmenté à la faveur de la croissance du secteur des fonds de couverture. Lorsqu'un fonds de couverture cherche à se départir d'une position sur dérivés de gré à gré, il le fait souvent au moyen d'une novation au lieu de négocier la résiliation du contrat (ce qui pourrait obliger le fonds à accepter le prix offert par la contrepartie initiale) ou de souscrire à un contrat de compensation (ce qui entraînerait vraisemblablement un risque de contrepartie supplémentaire).

Les accords-cadres standard permettent les novations, à condition que le cédant obtienne le consentement écrit de la contrepartie initiale avant de procéder à la cession. Sans consentement écrit, la partie restante peut, à son entière discrétion, rejeter la proposition de novation. Les courtiers ont néanmoins adhéré à maintes reprises à des contrats de novation pour des dérivés de crédit sans consentement préalable. Ce laxisme a entraîné des erreurs dans l'évaluation du risque de contre-

partie, ainsi que des anomalies de paiement et des différends au sujet de la garantie. Cette pratique est l'un des facteurs qui a contribué le plus aux retards considérables dans la production des confirmations sur le marché des dérivés de crédit.

À l'automne 2005, un groupe de courtiers a annoncé son appui à un protocole de novation élaboré par l'ISDA pour les dérivés de crédit et de taux d'intérêt. Ce protocole exige que le cédant obtienne le consentement écrit de la contrepartie initiale avant 18 h (heure locale pour le cessionnaire) le jour où le contrat de novation entre en vigueur. Si le consentement n'est pas obtenu, le cédant est réputé être partie à deux contrats, l'un avec la contrepartie initiale et l'autre avec le cessionnaire.

Tous les courtiers sondés par le groupe de travail, y compris les courtiers canadiens, ont adopté ce protocole, qui s'est révélé efficace dans l'accélération de la notification et du consentement. Dans son rapport de 2007, le groupe de travail du CSPR fait observer que, si les novations s'étendent à d'autres instruments que les dérivés de crédit et de taux d'intérêt, le protocole devra être élargi de manière à englober ces produits.

La compensation avec déchéance du terme

La compensation avec déchéance du terme est un accord de règlement en vertu duquel toutes les obligations contractuelles impliquant une contrepartie donnée deviennent exigibles avant l'échéance et doivent être réglées en un seul paiement, dès l'occurrence de l'un des événements définis dans la documentation pertinente. Les dispositions relatives à cette forme de compensation que l'on retrouve dans les accords-cadres ont été reconnues comme étant un outil puissant pour atténuer le risque de contrepartie. Au moment de la publication du rapport de 1998, certains courtiers avaient exprimé leurs préoccupations quant au caractère exécutoire des modalités de compensation. Les entretiens récents avec l'industrie semblent toutefois indiquer que ces préoccupations se sont considérablement estompées, de nombreux pays ayant adopté des lois qui donnent des assises à la compensation avec déchéance du terme¹⁸.

Depuis 1998, toutefois, des inquiétudes ont été exprimées quant au potentiel de perturbations sérieuses du marché, advenant la compensation avec déchéance du terme des positions d'un

17. Le courtage privilégié des dérivés impose de très lourdes exigences aux systèmes de post-marché des courtiers privilégiés et, comme nous l'avons vu plus tôt, ce service n'est actuellement offert que par certains des plus gros courtiers à l'échelle internationale. Les courtiers canadiens offrent des services de courtage privilégié pour les produits de change, les actions et les titres à revenu fixe.

18. Comme il a été indiqué précédemment, la compensation avec déchéance du terme est étayée par les lois canadiennes sur l'insolvabilité applicables aux contrats financiers admissibles.

participant important au marché, en particulier si la liquidation se produit au moment où les marchés sont déjà soumis à des tensions¹⁹.

Les participants au marché ont défini deux mesures susceptibles d'atténuer les répercussions potentielles d'une importante compensation de ce type. La première consiste à veiller à ce que soient communiquées rapidement aux principaux acteurs des informations exactes sur le risque de contrepartie. Le rapprochement des positions²⁰ de façon régulière peut faciliter l'application de cette mesure. La seconde est le repérage périodique des transactions qui peuvent être volontairement résiliées afin de réduire des positions qui devraient être remplacées à la suite d'une défaillance. Le recours à des services comme ceux de triReduce, qui effectue l'annulation multilatérale volontaire de transactions, peut s'avérer très utile à cet égard.

Évaluation globale de la situation

L'infrastructure sur laquelle s'appuient les opérations de compensation et de règlement des produits dérivés de gré à gré s'est sensiblement raffermie depuis 1998.

Il n'en reste pas moins que davantage de progrès s'imposent dans certains domaines. Les entreprises doivent s'efforcer de réduire les délais de confirmation pour l'ensemble des opérations sur dérivés de gré à gré, comme elles sont parvenues à le faire pour les dérivés de crédit, de manière qu'au fil du temps toutes les transactions standardisées soient confirmées dans les cinq jours suivant la date de transaction (T+5), et les transactions complexes non standardisées, dans les 30 jours suivant la date de transaction (T+30). L'utilisation, dans la mesure du possible, de systèmes automatisés pour confirmer les transactions contribuera à l'atteinte de cet objectif et permettra de contrer les retards de confirmation à l'avenir. Les risques que pose la non-confirmation d'une transaction peuvent être atténués grâce au recours accru à la validation ou affirmation des conditions financières clés de cette transaction, comme nous l'avons vu plus tôt.

19. La crainte de perturbations importantes sur le marché causées par la compensation avec déchéance du terme et le remplacement des positions détenues par Long-Term Capital Management (LTCM) est à l'origine de la création d'un consortium des contreparties de LTCM, dont le but était de refinancer le fonds et de prévenir ainsi sa liquidation.

20. Un tel rapprochement exige la vérification de l'existence de toutes les transactions en cours et la comparaison de leurs principales modalités économiques.

Selon certaines informations, les courtiers canadiens n'ont pas connu d'importants retards de confirmation pour ce qui est des opérations sur dérivés de crédit, mais le nombre de confirmations en souffrance relativement aux swaps de taux d'intérêt a augmenté l'an dernier dans les six grandes banques canadiennes. Les courtiers canadiens ont donc affiché peu d'empressement, comparativement aux courtiers de certains autres pays du G10, à recourir à des services automatisés pour la confirmation des swaps de taux d'intérêt. Une telle pratique les aidera à confirmer ces transactions plus rapidement et préviendra de futurs engorgements.

Dans son rapport de 2007, le CSPR indique que les entreprises qui procèdent fréquemment à des novations et à des résiliations, ou à des modifications de contrats, devraient effectuer quotidiennement le rapprochement de leurs positions avec les contreparties actives. Elles disposeront ainsi de données exactes quant à leurs engagements envers une contrepartie. En conclusion, les auteurs du rapport affirment que les participants au marché devraient travailler de concert à l'élaboration de mesures visant à atténuer les répercussions potentielles sur le marché de la compensation avec déchéance du terme des obligations d'un ou de plusieurs grands acteurs.

L'infrastructure du marché continuera d'évoluer au fil du temps. Compte tenu de l'intensification de la centralisation, un meilleur accès aux services essentiels post-marché et une connectivité adéquate aux systèmes de ces derniers revêtiront davantage d'importance.

Le traitement centralisé des transactions et des opérations de post-marché pourrait rendre l'infrastructure plus vulnérable aux perturbations que connaîtrait un important fournisseur de services. Les organismes de surveillance et les banques centrales devront déterminer si les normes existantes en matière de fiabilité opérationnelle des systèmes de règlement des titres et des contreparties centrales (CSPR-OICV, 2001 et 2004) doivent être appliquées aux fournisseurs de services de compensation et de règlement des opérations sur dérivés de gré à gré qui ne sont pas déjà soumis à ces normes.

De plus, si une entité autre qu'une contrepartie centrale entreprend le règlement de paiements associés à des dérivés de gré à gré selon les règles de la compensation multilatérale, les banques centrales et les organismes de surveillance devront s'interroger sur la pertinence d'imposer les principes des systèmes de paiement d'importance systémique à tous les mécanismes de règlement espèces (CSPR, 2001).

Bibliographie

- Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, et Comité permanent des euro-monnaies des banques centrales du Groupe des Dix (1998). *OTC Derivatives: Settlement Procedures and Counterparty Risk Management*, Bâle, Banque des Règlements Internationaux. Document accessible à l'adresse www.bis.org/publ/cpss27.pdf.
- Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (2001). *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique*, Bâle, Banque des Règlements Internationaux.
- _____ (2007). *New Developments in Clearing and Settlement Arrangements for OTC Derivatives*, Bâle, Banque des Règlements Internationaux. Document accessible à l'adresse www.bis.org/publ/cpss77.pdf.
- Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, et Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (CSPR-OICV) (2001). *Recommandations pour les systèmes de règlement de titres*, Banque des Règlements Internationaux et Organisation internationale des commissions de valeurs.
- _____ (2004). *Recommandations pour les contreparties centrales*, Banque des Règlements Internationaux et Organisation internationale des commissions de valeurs.
- Counterparty Risk Management Policy Group II (2005). *Toward Greater Financial Stability: A Private Sector Perspective*, 27 juillet.
- International Swaps and Derivatives Association (2006). *ISDA 2006 Operations Benchmarking Survey*.