

La réforme des marchés des dérivés de gré à gré au Canada : document de discussion du Groupe de travail sur les produits dérivés de gré à gré

Préparé par le Groupe de travail sur les produits dérivés de gré à gré

26 octobre 2010

Résumé analytique

Le présent document de discussion expose les résultats de l'analyse effectuée par le Groupe de travail sur les produits dérivés de gré à gré (ci-après le Groupe de travail) depuis sa formation en décembre 2009. Ce groupe, qui est présidé par la Banque du Canada, est formé de représentants du Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF), du ministère fédéral des Finances, de l'Autorité des marchés financiers, de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, de l'Alberta Securities Commission et de la Banque (voir précisions à l'Annexe 1). Le Groupe de travail a été chargé de fournir des conseils et de coordonner les travaux nécessaires pour que le Canada puisse respecter les engagements pris dans le cadre du G20 relativement aux produits dérivés de gré à gré, de façon à préserver la stabilité et la vitalité du système financier canadien. Le document présente les recommandations préliminaires du Groupe de travail, lesquelles sont fondées sur une étude des marchés des dérivés de gré à gré mondiaux et canadiens, sur ses consultations avec divers participants du secteur privé, ainsi que sur les travaux en cours au niveau international. Compte tenu de l'évolution des réglementations à l'échelle mondiale et du nombre de questions qui demeurent sans réponse, ces recommandations visent davantage à orienter qu'à déterminer la réforme, car elles devront être revues et raffinées périodiquement.

Les engagements du G20 sont énoncés comme suit :

Tous les contrats de produits dérivés de gré à gré normalisés devront être échangés sur des bourses ou des plateformes de négociation électronique, lorsqu'il y a lieu, et compensés par des contreparties centrales d'ici la fin 2012 au plus tard. Les contrats de produits dérivés de gré à gré doivent faire l'objet d'une notification aux référentiels centraux de données (« trade repositories »). Les contrats ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale devront être soumis à des exigences de fonds propres plus strictes.

Le Groupe de travail est d'avis que les initiatives visant à réformer les marchés des dérivés de gré à gré afin d'honorer ces engagements sont cruciales pour la résilience et la stabilité du système financier. Les produits dérivés de gré à gré jouent un rôle de taille sur les marchés financiers canadiens, même si leur volume est faible par rapport à l'activité mondiale sur ces produits, et les sociétés nationales, tant financières que non financières, y ont recours. La plupart des transactions sont transfrontalières, mais il existe un marché spécifiquement canadien pour certains produits (par exemple, les contrats sur actions canadiennes). Des réformes s'imposent donc pour : 1) réduire le risque systémique; 2) accroître l'efficacité des marchés; 3) renforcer l'intégrité des marchés et mieux protéger les investisseurs. Il importe de tenir compte, dans la conception des modifications souhaitées, des conséquences négatives indésirables qu'elles pourraient avoir, dont l'arbitrage réglementaire.

Il reste beaucoup à faire pour que l'ensemble des engagements du G20 puissent être mis en œuvre d'ici la fin 2012. Au pays, le processus d'échange et de réflexion avec les principaux intéressés est amorcé.

Le Canadian Market Infrastructure Committee (CMIC) s'affaire à conseiller le Groupe de travail sur les moyens de respecter nos engagements à l'endroit du G20 en matière de normalisation, de compensation centrale, de notification des transactions et de transparence¹. Ses propositions seront examinées par le Groupe de travail (et les experts de chaque organisme concerné). Le Groupe continuera également de tenir les autres acteurs du marché des dérivés de gré à gré et les fournisseurs de services d'infrastructure au courant des réformes énoncées dans le présent document et de recueillir de l'information dans le but d'appuyer la formulation de politiques.

À l'heure actuelle, le Groupe de travail recommande une stratégie qui mise à la fois sur les encouragements à la capitalisation et les actions des autorités canadiennes de réglementation du secteur financier pour la mise en œuvre des réformes. Des normes réglementaires devront être établies pour encadrer l'industrie, surtout si les mesures concernant les fonds propres ne constituent pas un facteur de motivation économique suffisant pour éviter l'arbitrage réglementaire.

Pour que les engagements pris à l'endroit du G20 se concrétisent, il est impératif que les organismes canadiens de surveillance prudentielle et les autorités de réglementation des marchés soient investis du pouvoir et disposent des outils et de l'information nécessaires pour être à même de surveiller et de régir de façon constante le marché canadien des dérivés de gré à gré. Il faudra donc coordonner les activités entre le gouvernement fédéral et les provinces, et peut-être établir un nouveau cadre réglementaire pour les acteurs de marché qui ne sont pas actuellement assujettis à la réglementation. Si les solutions internationales sont retenues, les mêmes exigences d'information s'appliqueront pour garantir une surveillance et une réglementation adéquates.

Le Groupe de travail reconnaît l'importance des travaux en cours au sein du Comité des dérivés des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) en vue de l'élaboration d'un vaste cadre réglementaire s'appliquant au marché des produits dérivés de gré à gré. Il reconnaît également qu'il importe de participer activement aux tribunes internationales sur la réforme des marchés des dérivés de gré à gré et, lorsqu'il y a lieu, d'harmoniser les efforts nationaux avec ceux déployés ailleurs pour la résolution de diverses questions.

Recommandations

Le respect des engagements à l'égard du G20 est une initiative du secteur public qui exigera un appui considérable de l'industrie et devra prendre en considération la nature et le calendrier des mesures adoptées ailleurs dans le monde. La conception des réformes devra s'inspirer d'un cadre réglementaire

¹ Le CMIC regroupe les principaux courtiers et investisseurs présents sur le marché canadien des dérivés. Nouvellement formé, il a ses racines dans le Comité consultatif sectoriel, lui-même composé des six grandes banques canadiennes; ce dernier a vu le jour en janvier 2010 afin d'évaluer l'évolution de la situation à l'échelle internationale, de recueillir des données sur les marchés canadiens des produits dérivés de gré à gré et de formuler des recommandations à l'intention des décideurs publics pour la mise en œuvre des engagements pris dans le cadre du G20.

solide et tenir compte des initiatives des autres membres du G20 de même que des propositions des opérateurs du marché canadien.

Le Tableau 1 résume les recommandations du Groupe de travail, regroupées en cinq grands volets : 1) incitations et exigences en matière de fonds propres; 2) normalisation; 3) contreparties centrales et gestion des risques; 4) référentiels centraux de données; 5) places de négociation.

Tableau 1 : Sommaire des recommandations du Groupe de travail	
1. Incitations et exigences en matière de fonds propres	
i.	Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire élaborera le régime de fonds propres international définitif qui sera appliqué aux entités assujetties à une réglementation prudentielle effectuant des transactions sur les marchés des dérivés de gré à gré. Les nouvelles normes de fonds propres devraient encourager l'utilisation de contrats normalisés admissibles à une compensation centrale. Une fois ces normes mises au point et entérinées, le Canada devrait coordonner leur mise en œuvre avec les autorités des autres pays.
ii.	Les organismes de surveillance des entités non assujetties aux normes de fonds propres du dispositif de Bâle qui effectuent des transactions sur dérivés de gré à gré devraient adopter des normes de fonds propres comparables, de façon à ce que les règles du jeu soient les mêmes pour tous.
2. Normalisation	
I.	Il devrait y avoir un effort concerté de normalisation des contrats de produits dérivés de gré à gré pour toutes les catégories d'actifs au Canada. Les nouvelles clauses devraient être harmonisées internationalement selon les directives fournies par les normalisateurs internationaux.
II.	L'industrie devrait préparer des plans et énoncer des priorités pour la normalisation des produits dérivés de gré à gré au Canada, pour chaque catégorie d'actifs, et les soumettre aux organismes de réglementation.
III.	Aussi, l'industrie devrait se doter d'échéances et d'objectifs précis à l'égard du traitement et de la normalisation juridique de toutes les catégories de produits dérivés de gré à gré, conformément au calendrier établi par le G20 et aux principales initiatives internationales connexes. Ces objectifs seront fixés en consultation avec les organismes de réglementation canadiens.
3. Contreparties centrales de compensation et gestion des risques	
i.	L'industrie doit examiner soigneusement toutes les options possibles pour se garantir un accès à des services sûrs et efficaces de compensation centrale. Elle doit notamment, mais pas exclusivement : <ul style="list-style-type: none"> ○ évaluer, en collaboration avec les organismes de réglementation et les fournisseurs de services d'infrastructure, les avantages de l'établissement au Canada d'une contrepartie centrale dotée de liens convenablement sécurisés avec l'infrastructure internationale; ○ étudier les modalités d'accès direct à des contreparties centrales œuvrant à l'échelle mondiale, en particulier pour ce qui est du régime de surveillance et de l'accès des clients.
ii.	Les institutions financières canadiennes participant à la négociation de produits dérivés devraient s'engager à adopter des objectifs et un échéancier précis pour la compensation centrale de tous les contrats de produits dérivés de gré à gré se prêtant à une telle forme de compensation. Ces objectifs seront fixés en consultation avec les organismes de réglementation canadiens. Les institutions canadiennes qui jouent le rôle de courtiers en dérivés sur les marchés internationaux devraient obéir à ces exigences.
iii.	En ce qui concerne la gestion du risque de contrepartie, de meilleures pratiques tout aussi prudentes que les normes appliquées aux contreparties centrales devraient être adoptées pour les contrats qui ne font pas l'objet d'une compensation centrale.
4. Référentiels centraux de données	
i.	Toutes les opérations sur dérivés négociés de gré à gré dont l'une des contreparties est canadienne devraient être notifiées à un référentiel central de données auquel les autorités canadiennes ont un accès approprié. De même, les autorités canadiennes devraient avoir un accès adéquat aux données relatives aux dérivés de gré à gré dont l'entité de référence est canadienne, quel que soit le pays ou la région où sont établies les contreparties à l'opération.
ii.	Les autorités canadiennes devraient s'assurer un accès aux données stockées dans les référentiels centraux internationaux et participer, le cas échéant, à la surveillance de ces registres.
iii.	Les opérateurs du marché canadien des dérivés négociés de gré à gré devraient soutenir les démarches en cours à l'échelle internationale afin de créer des référentiels mondiaux spécifiques, rassemblant toutes les données propres à une même catégorie d'actifs.
iv.	Pour assurer la surveillance du marché intérieur des dérivés de gré à gré, il conviendra de mettre sur pied un référentiel de données canadien dans les cas où l'on prévoit que les référentiels internationaux ne seront pas suffisamment accessibles aux autorités canadiennes et ne couvriront pas adéquatement les opérations et les produits canadiens. <ul style="list-style-type: none"> ○ Un référentiel central canadien devra être assujéti à la surveillance d'un organisme de réglementation canadien.
5. Places de négociation	
i.	Pour promouvoir la transparence et l'efficacité du marché, les autorités canadiennes devraient encourager les opérateurs à conclure leurs opérations sur dérivés de gré à gré normalisés sur des plateformes de négociation électronique ou des bourses, lorsqu'il y a lieu.
ii.	Les autorités canadiennes évalueront les modèles et suggestions que leur soumet l'industrie pour assurer un degré adéquat de transparence des opérations conclues à l'extérieur des places de négociation. Tous les acteurs de marché devraient pouvoir être informés des niveaux d'activité et des cours du moment.

Vers une réforme des marchés des dérivés de gré à gré au Canada : document de discussion du Groupe de travail sur les produits dérivés de gré à gré

1. Introduction

Les engagements destinés à améliorer l'infrastructure des marchés des dérivés de gré à gré qui ont été pris par les pays du G20 sont les suivants² :

- 1) Tous les contrats de produits dérivés de gré à gré normalisés devront être échangés sur des bourses ou des plateformes de négociation électronique, lorsqu'il y a lieu, et compensés par des contreparties centrales d'ici la fin de 2012 au plus tard.
- 2) Les contrats de produits dérivés de gré à gré doivent faire l'objet d'une notification aux référentiels centraux de données.
- 3) Les contrats ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale doivent être soumis à des exigences de fonds propres plus strictes.

Ces engagements constituent un élément important du programme de réforme globale compte tenu de la taille du marché mondial des produits dérivés de gré à gré (615 billions de dollars américains³). Le Canada accapare environ 2 % de ce marché, ce qui représente 12,4 billions de dollars américains⁴; de plus, une bonne partie des opérations des six grandes banques canadiennes sont effectuées à l'étranger ou avec des contreparties à l'extérieur du pays. Ces faits semblent indiquer qu'une coordination des efforts à l'échelle mondiale sera essentielle et que le Canada devra faire valoir ses objectifs sur les tribunes internationales.

Les engagements du G20 sont également indispensables pour accroître la stabilité et la résilience des marchés des produits dérivés et du système financier dans son ensemble; le calendrier de mise en œuvre est donc délibérément ambitieux. Il reste toutefois beaucoup de questions à examiner, tant par le Canada que par la communauté internationale. Par exemple, on est à étudier quelle serait la meilleure façon, pour les opérateurs de ce marché, d'accéder à l'infrastructure mondiale pour la compensation des transactions. De plus, il y a largement place à l'amélioration au chapitre de la transparence des opérations sur dérivés de gré à gré, au Canada comme à l'étranger.

² Engagements pris au Sommet des dirigeants tenu à Pittsburgh en septembre 2009, puis confirmés lors du Sommet de Toronto en juin 2010 – au cours duquel ils ont été révisés pour inclure la question des marges requises par les contreparties centrales au regard du phénomène de procyclicité, ainsi que pour mettre davantage l'accent sur la normalisation et la transparence et faire valoir la nécessité d'une concertation internationale dans l'élaboration et la mise en œuvre des nouvelles normes.

³ Montant notionnel des contrats en décembre 2009. Source : Banque des Règlements Internationaux (2010).

⁴ Montant notionnel des contrats en décembre 2009. Source : BSIF.

Le présent document expose les recommandations préliminaires du Groupe de travail sur les produits dérivés de gré à gré (ci-après le Groupe de travail)⁵ pour aider le Canada à honorer et mettre en œuvre les engagements qu'il a pris dans le cadre du G20 en ce qui concerne le marché intérieur des produits dérivés de gré à gré. Le Groupe de travail est présidé par la Banque du Canada et est formé de représentants du Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF), du ministère fédéral des Finances, de l'Autorité des marchés financiers, de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, de l'Alberta Securities Commission et de la Banque. Les recommandations formulées sont fondées sur une étude des marchés des dérivés de gré à gré mondiaux et canadiens, sur les consultations menées avec divers participants du secteur privé et les conseils reçus de ces derniers, ainsi que sur les données et les points de vue fournis par le Comité consultatif sectoriel⁶ et par des groupes de travail et des comités internationaux⁷. Le Groupe de travail veillera plus particulièrement à ce que tous les changements structurels pertinents soient envisagés et entrepris de manière à préserver la stabilité et la vitalité du système financier canadien. Compte tenu de l'incertitude entourant l'évolution des réglementations de par le monde et du nombre de questions qui restent à résoudre, ces recommandations devraient servir davantage à orienter qu'à déterminer la réforme; en effet, elles devront être revues et raffinées périodiquement.

En guise de mise en contexte, la section 2 analyse les objectifs sous-jacents des engagements du G20 et les principes directeurs qui devraient être suivis dans le cadre de la mise en œuvre des réformes requises. Les sections 3 à 7 décrivent les principaux points de ces réformes et les progrès accomplis. Les recommandations émises touchent cinq secteurs clés : 1) incitations et exigences en matière de fonds propres; 2) normalisation; 3) contreparties centrales et gestion des risques; 4) référentiels centraux de données; 5) places de négociation. La dernière section présente les prochaines étapes.

2. Objectifs des engagements du G20 liés aux produits dérivés de gré à gré

Les engagements du G20 répondent à un certain nombre d'objectifs, dont la réduction des risques systémiques, l'efficacité et l'intégrité des marchés, ainsi que la protection des investisseurs. Ces objectifs et les compromis possibles entre eux devraient être pris en compte lors de la conception et de la mise en œuvre des réformes au Canada. À cet égard, il est essentiel de reconnaître le risque que les réformes aient des conséquences involontaires en raison des incitations créées, y compris sur le plan de l'arbitrage réglementaire.

L'utilisation accrue des contreparties centrales peut d'abord contribuer à réduire les risques systémiques du fait que la gestion du risque de contrepartie est centralisée, transparente et uniforme. Parce qu'elle fait appel à la compensation multilatérale et mutualise les risques, elle aide aussi à atténuer l'exposition globale au risque de contrepartie, ce qui par ricochet restreint la possibilité que les

⁵ Voir le mandat et la liste des membres du Groupe de travail à l'Annexe 1.

⁶ Actuellement par la voix du CMIC, comme indiqué à la note 1.

⁷ Voir la liste des principaux groupes à l'Annexe 3.

chocs causés par des défaillances et les craintes suscitées par les expositions des participants se propagent à l'ensemble du réseau des principaux opérateurs du marché⁸. Associé à d'autres réformes, l'établissement d'une contrepartie centrale permettrait donc de faire en sorte que l'effondrement d'une institution donnée ne compromette pas l'intégrité du système ni la confiance des marchés. Cependant, cela aurait aussi pour effet de concentrer le risque de contrepartie. Comme les contreparties centrales semblent appelées à jouer un plus grand rôle à l'avenir sur les marchés des dérivés de gré à gré et à devenir plus imposantes, il est impératif que les autorités veillent à ce qu'elles soient pourvues de solides mécanismes de contrôle des risques et soumises à une surveillance rigoureuse.

Encourager la conclusion des opérations sur des bourses ou des plateformes de négociation électronique peut améliorer la transparence en faveur des opérateurs du marché. En particulier, la négociation en bourse accroîtrait la transparence des transactions, en amont et en aval⁹. En outre, la transparence des prix peut contribuer à renforcer l'efficacité du marché et à mettre les participants sur un pied d'égalité, offrant ainsi une meilleure protection aux moins aguerris d'entre eux. Cela dit, tout régime imposé aux marchés des produits dérivés de gré à gré dans le but d'augmenter la transparence des prix devrait être conçu de manière à réduire au minimum une éventuelle incidence négative sur la liquidité. Certaines formes de transparence des prix pourraient en effet peser sur les activités de tenue de marché des courtiers et réduire ainsi la liquidité du marché¹⁰. Il est possible également que la capacité de couverture globale soit compromise si les activités de tenue de marché privilégient les contrats normalisés négociés en bourse au détriment des contrats non normalisés négociés de gré à gré¹¹.

En améliorant la faculté des autorités de réglementation à évaluer les risques auxquels est exposé le système financier, *l'établissement de référentiels centraux de données* peut réduire le risque systémique et favoriser l'intégrité des marchés ainsi que la protection des investisseurs. Un référentiel central de données peut fournir des informations fiables en temps utile aux autorités de réglementation et les aider ainsi à évaluer les risques émanant des portefeuilles des acteurs de marché, à cerner les risques de concentration et leur intensification, à faire respecter les règles de conduite sur le marché et à analyser les pratiques commerciales risquées¹². Un référentiel central peut aussi rehausser la transparence du marché par la publication de données sur l'encours total des positions, le volume des transactions et les

⁸ Voir Brunnermeier (2009), Duffie, Li et Lubke (2010), ainsi que Caballero et Simsek (2009).

⁹ En principe, la transparence des prix pourrait être fournie par un référentiel central de données (en aval des transactions) ou par d'autres moyens tels qu'une contrepartie centrale (en ce qui concerne les prix de règlement) ou encore une plateforme de négociation électronique (pour ce qui est de l'expression d'intérêt).

¹⁰ Voir, par exemple, Financial Services Authority et HM Treasury (2009).

¹¹ Le prix auquel les courtiers offrent des contrats de gré à gré sur mesure augmentera probablement s'ils ont de la difficulté à gérer le risque qui y est lié en raison de la part croissante des contrats de gré à gré normalisés dans l'ensemble de l'activité ou du déplacement de la négociation des dérivés vers des bourses.

¹² Voir BRI/CSPR-OICV (2010a). Un référentiel central de données peut aussi participer à la gestion des événements durant le cycle de vie des transactions et offrir des services de traitement des transactions en aval basés sur des documents officiels qui y sont conservés (règlement centralisé, novation et affirmation électroniques, compression et rapprochement du portefeuille, prestation de services de garantie, etc.).

règlements de manière globale, mais il est improbable qu'il procure aux opérateurs une transparence post-négociation en temps réel.

Enfin, *l'imposition d'exigences de fonds propres plus strictes relativement aux transactions ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale* est susceptible de favoriser la stabilité du système financier, car alors les exigences de fonds propres appliquées tiendront compte tant du risque de contrepartie que du risque de marché. Une telle mesure soutient également les objectifs de stabilité et d'efficacité du fait qu'elle encourage la normalisation et la compensation centrale des contrats sur dérivés de gré à gré.

Pour atteindre ces objectifs, le Canada devrait adopter les principes suivants qui le guideront dans la réalisation des engagements du G20 en matière de renforcement de la stabilité financière et de l'intégrité des marchés :

- i. Les autorités canadiennes doivent être investies du pouvoir et disposer des outils et de l'information nécessaires pour être en mesure de surveiller et de régir de façon constante le marché canadien des dérivés de gré à gré.
- ii. Les réformes du marché des produits dérivés de gré à gré au Canada devraient viser la réduction du risque systémique, l'augmentation de l'efficacité et de l'intégrité du marché, et une meilleure protection des investisseurs. Par ailleurs, elles devraient prendre en considération les distorsions pouvant découler de l'arbitrage réglementaire.
- iii. Les nouvelles mesures canadiennes devraient avoir pour objet de proposer aux participants au système financier des encouragements adéquats, dans un cadre réglementaire solide.
- iv. La réforme proposée au Canada devrait tenir compte des initiatives internationales du G20 et des propositions de l'industrie canadienne.
- v. L'infrastructure des marchés des dérivés de gré à gré (contreparties centrales, référentiels centraux de données, bourses et plateformes de négociation électronique, etc.) devrait faire l'objet d'une gouvernance, d'une surveillance et d'une réglementation appropriées, dans le cadre desquelles les mesures de limitation des risques correspondent aux meilleures et plus récentes pratiques internationales dans le domaine.
- vi. Tous les marchés des dérivés de gré à gré devraient être soumis à des normes de notification des transactions et de transparence afin d'accroître leur stabilité, leur efficacité et leur intégrité et de mieux protéger les investisseurs.
- vii. Les institutions canadiennes qui jouent le rôle de courtier en produits dérivés de gré à gré devraient adopter les meilleures pratiques existantes en ce qui concerne la gestion du risque de contrepartie et du risque opérationnel, ainsi que la notification et l'exécution des transactions.

Ces principes ont orienté les recommandations du Groupe de travail sur les produits dérivés de gré à gré, regroupées ici en cinq grands volets : 1) incitations et exigences en matière de fonds propres; 2)

normalisation; 3) contreparties centrales et gestion des risques; 4) référentiels centraux de données; 5) places de négociation.

3. Incitations et exigences en matière de fonds propres

Une fois terminée son analyse de la crise financière, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a proposé des réformes se traduisant par un relèvement des exigences de fonds propres applicables aux institutions assujetties à une réglementation prudentielle, tant à l'égard du risque de marché que du risque de contrepartie associés aux produits dérivés de gré à gré¹³. Selon ces propositions, les contrats ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale continueront d'être astreints à des exigences de fonds propres plus strictes, tandis que les expositions aux contreparties centrales aux chapitres du nantissement et de la valeur de marché maintiendront une pondération de risque plus faible mais non nulle, à la condition que soient respectées les *Recommandations pour les contreparties centrales* publiées par le groupe de travail conjoint CSPR-OICV; ces recommandations (qui sont en cours de révision pour s'appliquer aux dérivés de gré à gré) assurent un degré de protection contre l'insolvabilité jugé acceptable par les organismes de surveillance des banques¹⁴.

Les exigences de fonds propres plus strictes imposées aux contrats ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale renforcent les autres mesures incitatives pour amener les participants à utiliser des services de compensation centrale pour un plus large éventail de produits et à tenir compte du risque systémique associé aux contrats de produits dérivés. Les exigences de fonds propres devraient être fondées uniquement sur le risque relatif. Afin de limiter la possibilité d'arbitrage réglementaire et de rendre la réglementation équitable pour tous les participants, les autorités de divers pays ont également présenté des lois qui imposeront aux entités non assujetties aux normes du Comité de Bâle des exigences de fonds propres à l'égard des transactions sur dérivés¹⁵.

Recommandations concernant les incitations et les exigences en matière de fonds propres

- i. Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire élaborera le régime de fonds propres international définitif qui sera appliqué aux entités assujetties à une réglementation prudentielle effectuant des transactions sur les marchés des dérivés de gré à gré. Les nouvelles normes de fonds

¹³ Selon les règles de Bâle actuelles, les banques assujetties aux normes de fonds propres du Comité de Bâle sont tenues de détenir un niveau de capital minimal pour couvrir les pertes pouvant découler de la défaillance de leur contrepartie à une transaction sur dérivés de gré à gré ou de prêt de titres. En outre, elles doivent détenir un certain niveau de fonds propres à l'égard de leur portefeuille de négociation pour tenir compte du risque de variation de la valeur de marché des actifs de référence d'un dérivé de gré à gré.

¹⁴ On trouvera dans BRI/CSPR-OICV (2010a) les conseils du groupe de travail conjoint sur l'application de ses recommandations générales aux contreparties centrales des contrats sur dérivés de gré à gré.

¹⁵ Par exemple, le chapitre VII de la Loi Dodd-Frank sur la réforme de Wall Street et la protection du consommateur donne à la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) ou à la Securities and Exchange Commission (SEC) le pouvoir d'imposer des exigences de fonds propres aux principaux participants et courtiers non assujettis à une réglementation prudentielle pour leurs opérations de swap non soumises à une compensation centrale et leurs contrats de swap de titres.

propres devraient encourager l'utilisation de contrats normalisés admissibles à une compensation centrale. Une fois ces normes mises au point et entérinées, le Canada devrait coordonner leur mise en œuvre avec les autorités des autres pays.

- ii. Les organismes de surveillance des entités non assujetties aux normes de fonds propres du dispositif de Bâle qui effectuent des transactions sur dérivés de gré à gré devraient adopter des normes de fonds propres comparables, de façon à ce que les règles du jeu soient les mêmes pour tous.

4. Normalisation

La normalisation des contrats de produits dérivés de gré à gré doit se poursuivre afin de permettre la compensation centrale des transactions, que ces dernières soient négociées de gré à gré ou grâce à un outil de négociation électronique quelconque (bourse ou autre plateforme de négociation). Cette motivation, qui sous-tend les diverses initiatives de normalisation (menées notamment par le Forum des autorités de régulation des produits dérivés OTC conjointement avec les quatorze grands courtiers mondiaux (connu sous le nom de G14) et par le groupe de travail du Conseil de stabilité financière), est reflétée dans l'engagement des pays du G20. En outre, une uniformisation accrue du traitement des transactions (le traitement direct¹⁶ par exemple) pourrait contribuer à atténuer le risque opérationnel sur la durée de vie des contrats de dérivés de gré à gré.

Divers éléments devraient être pris en compte pour déterminer le niveau de normalisation : caractéristiques économiques du contrat et documents juridiques relatifs à ce dernier, pratiques commerciales à l'égard des événements post-négociation ou survenant pendant la durée de vie du contrat, capacité de traitement électronique, etc.¹⁷. Il convient de signaler ici que le recours à une contrepartie centrale pour la compensation des contrats de swaps sur défaillance a bénéficié de l'élaboration, par l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA), de protocoles encadrant le déroulement d'enchères réglées en espèces (applicables à la plupart des swaps sur défaillance) et de l'introduction de coupons standards.

Le degré de normalisation réalisable pour chaque type de dérivé est l'un des facteurs qui influenceront sur la mesure dans laquelle les produits dérivés de gré à gré pourront être soit compensés par une contrepartie centrale soit conclus sur une bourse ou une plateforme de négociation électronique. Par exemple, les swaps de taux d'intérêt sont considérés comme l'un des produits dérivés de gré à gré les plus faciles à normaliser, tandis que les contrats sur actions de gré à gré sont typiquement un peu moins uniformisés que les autres dérivés. Bien qu'un degré globalement élevé de normalisation soit

¹⁶ Le CSPR entend par traitement direct une prise en charge entièrement automatisée, depuis la saisie des données à partir du système frontal de négociation, en passant par l'ensemble du processus de confirmation jusqu'aux instructions de paiement, sans qu'il soit nécessaire de réintroduire ou de reformater les données.

¹⁷ Le coupon, l'échéance, le modèle d'évaluation et le taux de référence sont des exemples de caractéristiques économiques; les modalités et les définitions du contrat sont des exemples d'aspects juridiques qui devraient être normalisés.

probablement réalisable, il restera toujours un certain pourcentage de contrats hautement personnalisés pour répondre aux exigences de l'utilisateur final en matière de couverture du risque opérationnel et du risque commercial, et pour lesquels la compensation par une contrepartie centrale ne sera donc pas appropriée. De plus, les nouveaux produits ne présenteront probablement pas un degré d'uniformisation suffisant, du moins au début, pour être admissibles à la compensation centrale.

La normalisation est une condition nécessaire, mais non pas suffisante, à la compensation centrale. Cette constatation a été faite par le FMI, les autorités de réglementation du Royaume-Uni¹⁸ et, plus récemment, par le CSPR et l'OICV dans leurs directives sur l'application possible des *Recommandations pour les contreparties centrales* de 2004 au règlement des produits dérivés de gré à gré par des contreparties centrales¹⁹. Ces directives soulignent le lien qui existe entre l'admissibilité à la compensation et la capacité des contreparties centrales à gérer efficacement les risques associés aux produits dérivés de gré à gré. Elles semblent indiquer que la détermination de l'admissibilité à la compensation (de manière à satisfaire aux attentes à l'égard de la gestion appropriée des risques énoncées dans les *Recommandations*) requiert également une évaluation de facteurs comme le profil de risque du produit, la disponibilité de données sur les prix et la liquidité du marché. La normalisation doit être encore plus poussée dans le cas des produits négociés sur une bourse.

Il est indispensable néanmoins que les produits dérivés de gré à gré soient encore plus normalisés pour que la compensation centrale augmente, et les efforts de l'industrie à cet égard sont déterminants. Sur la scène internationale, le Forum des autorités de régulation des produits dérivés OTC a collaboré activement avec les quatorze grands courtiers mondiaux et les investisseurs institutionnels pour soutenir les efforts de normalisation. Ces courtiers se sont récemment engagés auprès du Forum à établir des groupes de travail pour analyser les possibilités actuelles ou futures d'augmenter la normalisation par catégorie d'actifs et de produits, en mettant l'accent sur les dérivés de crédit, de taux d'intérêt et d'actions²⁰. Cela fournira un bon point de départ aux organismes de réglementation de divers pays qui cherchent à déterminer quels produits peuvent, en toute sécurité, être soumis pour compensation à une contrepartie centrale ou acheminés vers les bourses ou plateformes de négociation électronique. Au Canada, le CMIC est à définir les objectifs qui présideront à la normalisation des dérivés de gré à gré, en tenant compte de l'importance des transactions personnalisées pour les utilisateurs finaux, y compris les entreprises non financières, aux fins de couverture des risques de marché.

Comme il appartiendra aux contreparties centrales de gérer les risques associés à la compensation des produits dérivés de gré à gré, il est capital qu'elles et leur organisme de réglementation continuent de participer à l'identification des produits qui seront admissibles à la compensation. C'est l'approche qui

¹⁸ Voir Fonds monétaire international (2010), et Financial Services Authority et HM Treasury (2009).

¹⁹ BRI/CSPR-OICV (2010a)

²⁰ Voir http://www.newyorkfed.org/newsevents/news/markets/2010/100301_letter.pdf

a été adoptée par les autorités de réglementation du Royaume-Uni²¹ ainsi qu'aux États-Unis, dans le cadre de la Loi Dodd-Frank²². Il est également important que soient mises en œuvre des mesures incitant à l'harmonisation internationale des normes afin de favoriser la mise en place de contreparties centrales mondiales et l'établissement de liens entre les contreparties centrales locales et l'infrastructure mondiale.

Recommandations concernant la normalisation

- i. Il devrait y avoir un effort concerté de normalisation des contrats de produits dérivés de gré à gré pour toutes les catégories d'actifs au Canada. Les nouvelles clauses devraient être harmonisées internationalement selon les directives fournies par les normalisateurs internationaux.
- ii. L'industrie devrait préparer des plans et énoncer des priorités pour la normalisation des produits dérivés de gré à gré au Canada, pour chaque catégorie d'actifs, et les soumettre aux organismes de réglementation.
- iii. Aussi, l'industrie devrait se doter d'échéances et d'objectifs précis à l'égard du traitement et de la normalisation juridique de toutes les catégories de produits dérivés de gré à gré, conformément au calendrier établi par le G20 et aux principales initiatives internationales connexes. Ces objectifs seront fixés en consultation avec les organismes de réglementation canadiens.

5. Contreparties centrales et gestion des risques

Étant donné que l'un des avantages potentiels du recours réglementaire aux contreparties centrales est la réduction du risque systémique, les décideurs publics et les organismes de réglementation s'entendent généralement sur la nécessité d'accroître la compensation centrale des dérivés de gré à gré. Des lois rendant obligatoire la compensation des transactions sur dérivés de gré à gré normalisés ou admissibles à la compensation ont notamment été adoptées au Japon²³ et aux États-Unis²⁴ et proposées en Europe²⁵. Les principaux courtiers américains et européens en produits dérivés (G14) ont travaillé

²¹ Financial Services Authority et HM Treasury (2009).

²² En vertu de cette loi, la CFTC et la SEC ne sont pas autorisées à exiger d'une chambre de compensation qu'elle admette les types de swaps, comme les swaps de titres, dont le traitement pourrait compromettre son intégrité financière.

²³ Le Parlement japonais a sanctionné le 12 mai 2010 une loi imposant la compensation centrale et la notification des opérations sur dérivés de gré à gré.

²⁴ La Loi Dodd-Frank exige que tous les contrats de dérivés admissibles à la compensation centrale y soient soumis. On s'attend à ce que la SEC et la CFTC décrètent la compensation obligatoire de nombreux produits à l'été 2011.

²⁵ La Commission européenne a publié en septembre 2010 un document intitulé *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories*, qui recommande la

activement avec le Forum des autorités de régulation des produits dérivés OTC et convenu d'objectifs ambitieux à l'égard de la compensation centrale. Jusqu'à maintenant, leurs travaux se sont limités aux transactions sur dérivés de crédit, de taux d'intérêt et d'actions admissibles²⁶.

Compte tenu de l'importance systémique des contreparties centrales, les organismes de réglementation ont redoublé d'efforts pour créer des normes et des cadres de surveillance appropriés obligeant les contreparties centrales à gérer leurs risques conformément aux meilleures pratiques reconnues internationalement. Les travaux du Groupe de travail conjoint CSPR-OICV, qui visent l'élaboration de directives et de normes garantissant la solidité opérationnelle des contreparties centrales de compensation des produits dérivés de gré à gré grâce à des mécanismes de contrôle des risques bien conçus, favoriseront un recours accru aux contreparties centrales²⁷. Le Forum des autorités de régulation des produits dérivés OTC s'applique à créer des cadres de surveillance propres aux contreparties centrales existantes qui misent sur la coopération; il s'agit là d'une autre initiative importante pour faire en sorte que l'infrastructure future réponde aux objectifs énoncés dans l'engagement des pays du G20²⁸.

Si la compensation des dérivés de gré à gré par une contrepartie centrale est appelée à une croissance fulgurante au cours des prochaines années, le marché correspondant n'est pas encore bien développé. Certes, la compensation centrale est très courante dans le cas des dérivés de produits énergétiques et assez répandue dans celui des swaps de taux d'intérêt, mais elle n'en est qu'à ses débuts pour les swaps sur défaillance et presque inexistante pour les autres catégories d'actifs. La capacité de compensation de produits libellés en dollars canadiens, à l'étranger ou au Canada, est faible à l'heure actuelle, se limitant surtout à certains dérivés de produits énergétiques, swaps de taux et dérivés d'actions²⁹. À l'heure actuelle, seule une petite proportion des transactions sur dérivés de gré à gré conclues par les courtiers canadiens transitent par une contrepartie centrale. Pour améliorer l'accès à des plateformes de compensation, le CMIC conseille le Groupe de travail dans l'évaluation des solutions possibles.

De manière générale, deux voies d'accès aux services de contreparties centrales mondiales s'offrent aux opérateurs des marchés des économies de petite taille. Premièrement, les courtiers satisfaisant aux critères d'admissibilité pourraient soumettre directement leurs transactions aux contreparties centrales mondiales, ainsi que celles d'autres participants, qui y auraient ainsi accès indirectement. Deuxièmement, une contrepartie centrale locale reliée à l'infrastructure mondiale pourrait être créée, ce

compensation obligatoire de tous les contrats admissibles. Il incombera à l'Autorité européenne des marchés financiers d'établir les critères d'admissibilité.

²⁶ Voir http://www.newyorkfed.org/newsevents/news/markets/2010/100301_letter.pdf.

²⁷ *Ibid.*

²⁸ L'Annexe 1 décrit les initiatives internationales (du secteur et des organismes de réglementation) portant sur les contreparties centrales ainsi que d'autres aspects de la réforme des marchés des produits dérivés de gré à gré.

²⁹ Au Canada, la compensation des contrats à terme sur produits énergétiques est effectuée par le Natural Gas Exchange (NGX). Converge, de la Canadian Derivatives Clearing Corporation, fournit des services de contrepartie centrale au Canada pour les contrats sur actions, mais son utilisation à ce titre reste limitée pour le moment. Le service SwapClear de LCH.Clearnet prend en charge la compensation des swaps de taux d'intérêt en dollars canadiens, qu'il exécute à Londres.

qui donnerait un accès aux services des contreparties centrales mondiales. Il existe de nombreuses façons de configurer de tels liens, y compris une pleine interopérabilité de poste à poste.

Dans le cadre de son examen des moyens de doter le marché canadien des dérivés de gré à gré d'un accès sûr aux services de compensation de contreparties centrales tout en maintenant des liens efficaces avec le marché mondial, le Groupe de travail se pose plusieurs questions essentielles :

- Quelle est la meilleure façon pour les autorités canadiennes de faire en sorte que les contreparties centrales effectuant la compensation des produits canadiens et fournissant leurs services aux institutions financières canadiennes soient adéquatement surveillées et à l'abri des risques?
- Quelle priorité sera accordée, dès le départ et par la suite, à la compensation des produits canadiens par les contreparties centrales, de manière à assurer la résilience des marchés et favoriser un sain climat d'innovation?
- Où se situeront physiquement, dès le départ et par la suite, l'infrastructure connexe et les autres installations appuyant le fonctionnement du marché?
- Comment les opérateurs canadiens parviendront-ils à demeurer concurrentiels sur le marché des dérivés de gré à gré?
- De quelle manière les contreparties centrales prenant en charge la compensation de produits canadiens auront-elles accès aux mécanismes spéciaux d'octroi de liquidités en dollars canadiens de la Banque du Canada?
- Si des liens doivent être établis entre les contreparties centrales, comment faire en sorte qu'ils le soient de manière sûre et efficace?

Certaines opérations sur dérivés de gré à gré ne pourront transiter par des services de compensation centrale, soit parce qu'elles ne pourront être suffisamment normalisées, soit parce que leur faible niveau de liquidité ou le manque d'information sur les prix empêchent leur traitement par de tels services. Pour éviter que les produits qui ne seront pas soumis à la compensation centrale soient une source de risque systémique, les mécanismes de contrôle bilatéraux s'appliquant à eux devront être renforcés et uniformisés. On pourrait ainsi exiger des participants qu'ils constituent des marges pour couvrir les transactions sur dérivés de gré à gré qui ne feront pas l'objet d'une compensation centrale³⁰.

Recommandations concernant les contreparties centrales et la gestion des risques

- i. L'industrie doit examiner soigneusement toutes les options possibles pour se garantir un accès à des services sûrs et efficaces de compensation centrale. Elle doit notamment, mais pas exclusivement :

³⁰ En vertu de la Loi Dodd-Frank américaine, la CFTC et la SEC ont le mandat de fixer des exigences minimales en matière de fonds propres et de marges qui s'appliqueront aux courtiers non bancaires et aux grands opérateurs concluant des swaps.

- évaluer, en collaboration avec les organismes de réglementation et les fournisseurs de services d'infrastructure, les avantages de l'établissement au Canada d'une contrepartie centrale dotée de liens convenablement sécurisés avec l'infrastructure internationale;
 - étudier les modalités d'accès direct à des contreparties centrales œuvrant à l'échelle mondiale, en particulier pour ce qui est du régime de surveillance et de l'accès des clients.
- ii. Les institutions financières canadiennes participant à la négociation de produits dérivés devraient s'engager à adopter des objectifs et un échéancier précis pour la compensation centrale de tous les contrats de produits dérivés de gré à gré se prêtant à une telle forme de compensation. Ces objectifs seront fixés en consultation avec les organismes de réglementation canadiens. Les institutions canadiennes qui jouent le rôle de courtiers en dérivés sur les marchés internationaux devraient obéir à ces exigences.
- iii. En ce qui concerne la gestion du risque de contrepartie, de meilleures pratiques tout aussi prudentes que les normes appliquées aux contreparties centrales devraient être adoptées pour les contrats qui ne font pas l'objet d'une compensation centrale.

6. Référentiels centraux de données

Partout dans le monde, on s'attelle à créer des référentiels centraux de données sur les produits dérivés négociés de gré à gré et à rendre obligatoire la notification de tous les contrats correspondants auprès de ces registres (ou, à défaut, de l'autorité compétente)³¹. De plus, un groupe de travail conjoint CSPR-OICV a formulé des recommandations sur les facteurs que devraient prendre en compte les exploitants de référentiels centraux ou les autorités compétentes³².

Pour accroître leur capacité à évaluer les risques émanant des portefeuilles des acteurs de marché ainsi qu'à cerner les risques de concentration et leur intensification, les organismes de réglementation doivent avoir accès à des données détaillées sur toutes les opérations sur dérivés de gré à gré comptabilisées au Canada et toutes celles effectuées par l'ensemble des institutions financières canadiennes réglementées, quel que soit l'endroit dans le monde où ces opérations ont été conclues. La publication de l'encours total des positions, du volume des transactions et de données agrégées sur les règlements pourraient également aider les participants à estimer les risques auxquels ils s'exposent (Financial Services Authority et HM Treasury, Royaume-Uni).

³¹ Ainsi, l'alinéa 727 (13) g) de la loi Dodd-Frank précise que chaque opération de swap (compensée ou non) doit être déclarée auprès d'un référentiel accrédité.

³² BRI/CSPR-OICV (2010b)

L'industrie (par la voix de l'ISDA) est favorable également à la mise sur pied d'un référentiel mondial unique pour chaque catégorie d'actifs, car elle est d'avis que la constitution de registres multiples (un par région, par exemple) pour chaque produit pourrait résulter en une fragmentation de l'information et ne fournir ainsi aux autorités qu'un tableau incomplet de l'exposition des acteurs du marché. En revanche, la tenue d'un référentiel unique englobant toutes les données d'une même catégorie d'actifs comporte des risques de monopole, qu'il faudra apprendre à gérer : un référentiel central qui deviendrait la seule source d'information pour un compartiment donné du marché des dérivés de gré à gré pourrait favoriser une forte concentration des risques opérationnels. Par conséquent, le fonctionnement des référentiels centraux (y compris le volet sécurité) doit être soumis à une gestion rigoureuse si l'on souhaite protéger les données sur les transactions contre les risques de perte, de fuite, d'accès non autorisé – et autres – pouvant survenir en cours de traitement. Afin que la sécurité des données puisse être assurée durant les étapes de transmission et de diffusion, les exploitants de ces registres, de même que les participants et autres entités pouvant y accéder directement, devront poursuivre les mêmes objectifs de sécurité de l'information et d'intégrité du système que ceux qu'ils visent dans le cadre de leurs propres opérations.

En outre, beaucoup de questions juridiques (ressortissant à divers territoires) devront être résolues avant qu'un référentiel central mondial puisse fonctionner efficacement. Mentionnons notamment le problème de la confidentialité des données sur les contreparties communiquées à des tiers fournisseurs de services, dont les pays débattent actuellement. Il peut également exister, dans certains territoires, des barrières juridiques susceptibles d'entraver la capacité des référentiels centraux de transmettre des renseignements aux organismes de réglementation.

La Warehouse Trust Company, filiale de la Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC), stocke dans son registre des renseignements relatifs aux transactions confirmées sur des dérivés de crédit et les rend accessibles au public hebdomadairement, sous forme agrégée (elle fournit entre autres les montants notionnels bruts et nets des contrats conclus par les 1 000 principales entités de référence dans le monde)³³. Le Forum des autorités de régulation des produits dérivés OTC a élaboré un cadre de surveillance concertée pour la DTCC. Soucieux du respect des principes de transparence, le Forum a conseillé la Warehouse Trust Company sur les renseignements tenus dans son registre que les autorités financières compétentes de par le monde sont susceptibles d'exiger et sur l'instauration d'un mécanisme permettant à ces dernières d'avoir un accès direct et transparent aux renseignements en question. Les principes sur lesquels repose ce mécanisme pourraient être réutilisés dans la conception des autres référentiels centraux.

³³ Il existe également des registres pour d'autres catégories de produits dérivés. Par exemple, TriOptima fournit des services de référentiel central pour les contrats de taux d'intérêt. Par ailleurs, la DTCC et MarkitSERV ont annoncé en août 2010 le lancement du Equity Derivatives Reporting Repository, un registre des données sur les contrats d'actions.

La création d'un référentiel auprès duquel seraient déclarées toutes les opérations sur dérivés de gré à gré effectuées au Canada pourrait appuyer les initiatives actuelles visant la constitution de registres mondiaux des données propres à une même catégorie d'actifs. Cela contribuerait à garantir un accès à l'information nécessaire pour évaluer et surveiller l'exposition aux risques des institutions financières canadiennes réglementées. Le choix entre cette option et la constitution plutôt de registres mondiaux pour chaque catégorie d'actifs devrait prendre en compte à la fois les coûts initiaux liés à l'établissement de l'infrastructure requise (dont les programmes informatiques devant assurer la sécurité des données et la communication avec les autres registres) et les coûts permanents associés à l'exploitation d'un référentiel.

Recommandation concernant les référentiels centraux de données sur les transactions

- i. Toutes les opérations sur dérivés négociés de gré à gré dont l'une des contreparties est canadienne devraient être notifiées à un référentiel central de données auquel les autorités canadiennes ont un accès approprié. De même, les autorités canadiennes devraient avoir un accès adéquat aux données relatives aux dérivés de gré à gré dont l'entité de référence est canadienne, quel que soit le pays ou la région où sont établies les contreparties à l'opération.

Recommandations concernant l'emplacement des référentiels centraux

- ii. Les autorités canadiennes devraient s'assurer un accès aux données stockées dans les référentiels centraux internationaux et participer, le cas échéant, à la surveillance de ces registres.
- iii. Les opérateurs du marché canadien des dérivés négociés de gré à gré devraient soutenir les démarches en cours à l'échelle internationale afin de créer des référentiels mondiaux spécifiques, rassemblant toutes les données propres à une même catégorie d'actifs.
- iv. Pour assurer la surveillance du marché intérieur des dérivés de gré à gré, il conviendra de mettre sur pied un référentiel de données canadien dans les cas où l'on prévoit que les référentiels internationaux ne seront pas suffisamment accessibles aux autorités canadiennes et ne couvriront pas adéquatement les opérations et les produits canadiens.
 - o Un référentiel central canadien devra être assujéti à la surveillance d'un organisme de réglementation canadien.

7. Places de négociation

Les opinions sur la pertinence de l'établissement de places de négociation pour les dérivés de gré à gré varient d'un pays à l'autre. Aux États-Unis, par exemple, selon la loi Dodd-Frank, toutes les transactions sur des produits dérivés de gré à gré qui doivent passer par une chambre de compensation

centrale devront aussi être conclues sur une bourse ou une plateforme de négociation des swaps. À l’opposé, les autorités britanniques (Financial Services Authority et HM Treasury, 2009) estiment qu’il n’y a pas lieu d’exiger que les opérations sur des produits dérivés normalisés soient exécutées sur des marchés organisés lorsque les exigences suivantes sont remplies : 1) toutes les opérations pertinentes portant sur des dérivés de gré à gré sont déclarées auprès d’un référentiel central; 2) les exigences en matière de fonds propres tiennent adéquatement compte de l’exposition aux risques; 3) la compensation des produits dérivés désignés, aux termes des conventions internationales, est effectuée par des contreparties centrales (qui sont régies de manière uniforme dans tous les grands pays ou régions); et 4) les contrats relatifs aux dérivés de gré à gré sont davantage normalisés. Il est peu probable qu’un consensus international se dégage prochainement sur la question des plateformes de négociation électronique.

Un environnement de négociation organisé sous forme de bourse peut accroître la transparence des transactions sur dérivés de gré à gré aussi bien en amont qu’en aval. En amont, la transparence désigne la disponibilité de renseignements sur les prix et les quantités auxquels les opérateurs sont disposés à conclure une transaction. Lorsqu’un carnet d’ordres est tenu, il peut s’agir d’informations sur les meilleurs cours acheteur et vendeur proposés et les quantités offertes à ces prix, ou même de renseignements sur tous les ordres à cours limité du carnet. En règle générale, les plateformes de négociation électronique sont très transparentes en amont des transactions (puisqu’elles affichent les prix indicatifs et les demandes de prix), mais elles sont aussi plus aptes que les bourses à renseigner les participants au marché des dérivés de gré à gré sur la profondeur et la liquidité de ce marché et sur la nature des opérations qui y prennent place (en particulier lorsqu’il n’existe pas de carnet d’ordres)³⁴.

La transparence en aval des transactions, ou post-négociation, désigne la publication, à plus ou moins brève échéance, de renseignements sur les prix et la taille des opérations conclues. Un niveau adéquat de transparence post-négociation contribuerait à renforcer l’efficacité du marché des dérivés de gré à gré et offrirait une meilleure protection aux participants moins aguerris. Si ces produits devaient obligatoirement être négociés sur un marché organisé, cela accroîtrait certes la transparence quant à leur prix, mais pourrait moins inciter les teneurs de ce marché à contribuer à sa liquidité. En principe, une plateforme de négociation électronique, une contrepartie centrale de compensation et un référentiel central de données sont également en mesure d’assurer la transparence en aval des transactions, mais il faudra d’autres recherches pour établir lequel de ces moyens fournira un degré de transparence des prix convenable pour tous les types de dérivés de gré à gré.

Peu de progrès ont été accomplis sur la scène mondiale au chapitre de la capacité de traitement des opérations sur dérivés de gré à gré. Les marchés qui sont déjà dotés – ou ont fait part de leur intention

³⁴ Viswanathan et Wang (2004) examinent les conditions dans lesquelles les négociations directes entre courtiers se traduisent par une hausse du bien-être des investisseurs. Lorsque les ordres que passent ces derniers sont importants et renferment peu d’informations, une négociation bilatérale sur le marché intercourtiers est préférable. Mais lorsque l’ordre contient beaucoup de renseignements sur la valeur anticipée des actifs, une telle négociation est moins avantageuse et une défaillance du marché est plus probable que si la négociation est multilatérale.

de se doter – d’outils pour la négociation des dérivés de gré à gré se spécialisent surtout dans les produits énergétiques ou sur marchandises et n’ont fait aucune annonce concernant l’inclusion des contrats canadiens. De plus, il existe un certain nombre de plateformes donnant aux investisseurs accès à un courtier unique ou reliant plusieurs courtiers entre eux et qui fournissent divers services, allant de l’affichage des cotations des courtiers (comme le font Reuters et Bloomberg) à la négociation électronique en ligne³⁵. Peu de marchés au Canada possèdent déjà la capacité, ou comptent bientôt l’avoir, de traiter les transactions sur dérivés de gré à gré. La Natural Gas Exchange (NGX) albertaine offre un système électronique qui apparie de manière anonyme les ordres d’achat et de vente de contrats à terme (aussi bien de marchandises que d’instruments financiers)³⁶.

Recommandations concernant les places de négociation

- iii. Pour promouvoir la transparence et l’efficacité du marché, les autorités canadiennes devraient inciter les opérateurs à conclure leurs transactions sur dérivés de gré à gré normalisés sur des plateformes de négociation électronique ou des bourses, lorsqu’il y a lieu.
- iv. Les autorités canadiennes évalueront les modèles et suggestions que leur soumet l’industrie pour assurer un degré adéquat de transparence des opérations conclues à l’extérieur des places de négociation. Tous les acteurs de marché devraient pouvoir être informés des niveaux d’activité et des cours du moment.

8. Prochaines étapes

Tant au Canada qu’ailleurs dans le monde, il reste encore beaucoup d’obstacles à surmonter et de travail à accomplir pour honorer les engagements pris dans le cadre du G20. Les organismes de surveillance prudentielle et les autorités de réglementation de l’industrie au Canada doivent être investis du pouvoir et disposer des outils et de l’information nécessaires pour être en mesure de surveiller et de régir de façon constante le marché canadien des dérivés de gré à gré. Les activités lancées par le gouvernement fédéral et les provinces devraient faire l’objet d’une coordination, notamment l’élaboration éventuelle d’un cadre réglementaire devant s’appliquer aux opérateurs du marché des dérivés de gré à gré non encore assujettis. À cet égard, les travaux du comité des Autorités canadiennes en valeurs mobilières chargé de formuler des règles détaillées pour réglementer le marché des dérivés de gré à gré au pays sont particulièrement importants.

³⁵ Aux États-Unis, par exemple, Blackbird, un courtier intermédiaire, offre un système en ligne pour les swaps de taux d’intérêt conclus entre courtiers. En Allemagne, le système Autobahn de la Deutsche Bank permet à cette dernière d’offrir à ses clients une plateforme de négociation pour leurs swaps de taux d’intérêt et d’actifs.

³⁶ NGX est une filiale en propriété exclusive du groupe TMX et, en tant que bourse et agence de compensation, elle est régie par l’Alberta Securities Commission.

Les grands opérateurs du marché canadien s'affairent actuellement à livrer au Groupe de travail leurs conseils sur les moyens de respecter les engagements du G20 en matière de normalisation, de compensation centrale, de notification des opérations et de transparence. Leurs propositions seront examinées par le Groupe de travail (et les experts de chaque organisme concerné). Ce dernier continuera de tenir les autres participants au marché des dérivés de gré à gré et les fournisseurs de services d'infrastructure au courant des réformes énoncées dans le présent document et de recueillir leurs réactions dans le but d'éclairer le débat sur la question.

Bibliographie

- BRI/CSPR-OICV (2004). *Recommandations pour les contreparties centrales*.
- BRI/CSPR-OICV (2010a). *Guidance on the Application of 2004 Recommendations for Central Counterparties to OTC Derivatives CCPs*, rapport consultatif, 12 mai.
- BRI/CSPR-OICV (2010b). *Considerations for Trade Repositories in OTC Derivatives Markets*, rapport consultatif, 12 mai.
- Brunnermeier, Marcus K. (2009). « Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008 », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n° 1, p. 77-100.
- Caballero, Ricardo, et Alp Simsek (2009). *Complexity and Financial Panics*, document de travail.
- Comité consultatif sectoriel (Industry Advisory Group) (2010). *Policy Paper: Developments in the Canadian Over-the-Counter Derivatives Markets – Revised Version*, 7 juin.
- Comité consultatif sectoriel (Industry Advisory Group) (2010). *Canadian Over-the-Counter Derivatives Markets – Report of Survey Results – Revised Version*, 7 juin.
- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2009). *Strengthening the Resilience of the Banking Sector*, document consultatif, décembre.
- Committee of European Securities Regulators (2009). *Trade Repositories in the European Union*, document consultatif.
- Duffie, Darrell, Ada Li et Theo Lubke (2010). *Policy perspectives on OTC Derivatives Market Infrastructure*, Banque fédérale de réserve de New York, coll. « Staff Reports », n° 424, janvier.
- Duffie, Darrell, et Haoxiang Zhu (2009). *Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk*, document de travail, Université Stanford, Graduate School of Business.
- Euroclear (2009). *Euroclear response to CESR Consultation on Trade Repositories*.
- Financial Services Authority et HM Treasury (2009), *Reforming OTC Derivatives Markets: A UK Perspective*, décembre.
- Fonds monétaire international (2010). « Making over-the-counter Derivatives Safer: The Role of Central Counterparties », *Global Financial Stability Report* (avril), chapitre 3.
- Japon. Autorité des services financiers (2010). *Development of Institutional Frameworks Pertaining to Financial and Capital Markets*, 22 janvier.

Singh, M. (2010). *Collateral, Netting and Systemic Risk in the OTC Derivatives Market*, document de travail n° WP/10/99, Fonds monétaire international.

Viswanathan et Wang (2004). « Inter-dealer trading in Financial Markets », *Journal of Business*, vol. 77, n° 4, p. 987-1040.

Annexe 1 : Mandat et membres du Groupe de travail sur les produits dérivés de gré à gré

Contexte

Au sommet de Pittsburgh qui s'est tenu en septembre 2009, les chefs des États membres du G20 ont convenu de ce qui suit :

« Tous les contrats de produits dérivés de gré à gré normalisés devront être échangés sur des bourses ou des plateformes de négociation électronique, lorsqu'il y a lieu, et compensés par des contreparties centrales d'ici la fin 2012 au plus tard. Les contrats de produits dérivés de gré à gré doivent faire l'objet d'une notification aux référentiels centraux de données (« *trade repositories* »). Les contrats n'ayant pas fait l'objet d'une compensation centrale devront être soumis à des exigences de fonds propres plus strictes. »

Raison d'être

Il est généralement admis que les marchés des dérivés de gré à gré, parce qu'ils aident à gérer efficacement les risques, contribuent grandement à l'efficacité de l'économie. À la lumière de ce qui s'est passé durant la récente crise financière, la réglementation de ces marchés fait actuellement l'objet d'une ambitieuse réforme à l'échelle internationale afin de réduire les possibilités qu'ils compromettent la stabilité du système financier à l'avenir. Vu le caractère mondial des marchés des dérivés de gré à gré et de la participation à ces marchés, la concertation entre pays est indispensable pour assurer l'adoption par tous de pratiques exemplaires, restreindre les possibilités d'arbitrage réglementaire et atténuer les futurs risques systémiques potentiels. Dans la foulée des engagements pris par le G20, de nombreux pays ont lancé des projets destinés à accroître la transparence, à améliorer la gestion des risques, à renforcer la réglementation et la surveillance des opérations conclues sur les marchés des dérivés de gré à gré à l'intérieur de leurs frontières et par les établissements nationaux.

Mandat

Le Groupe de travail est formé de représentants des autorités de réglementation et a pour mission de coordonner les efforts déployés pour honorer les engagements contractés par le Canada dans le cadre du G20 à l'égard des produits dérivés négociés de gré à gré. En particulier, le Groupe veille à ce que tous les changements structurels pertinents soient envisagés et entrepris de manière à préserver la stabilité et la vitalité du système financier canadien et à ce que le calendrier des projets retenus respecte l'échéance de la « fin 2012 au plus tard » envers laquelle les pays se sont engagés.

Questions examinées

Normalisation – problèmes de définition, au pays et à l'étranger, et degré souhaité de normalisation des marchés canadiens de demain

Places de négociation, contreparties centrales de compensation et référentiels centraux de données – rôle et incidence des changements qu'il est proposé d'apporter à des éléments fondamentaux de l'infrastructure des marchés

Coûts, fonds propres et gestion des risques – conséquences des nouvelles pratiques pour les opérateurs et effets sur la dynamique des marchés

Incidence globale des réformes au regard des objectifs de transparence, de gestion des risques et d'efficacité poursuivis

Membres du Groupe de travail

Banque du Canada

Carolyn Wilkins (Présidence)
Eric Tuer
Toni Gravelle
Jonathan Witmer
Elizabeth Woodman

Alberta Securities Commission

David McKellar

Autorité des marchés financiers

Derek West
Marc Stephens

Ministère des Finances

Wayne Foster
Dan Calof

Bureau du surintendant des institutions financières

Richard Gresser
Brad Shinn
Greg Caldwell
Doug Sannuto

Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

Debbie Foubert
Kevin Fine

Annexe 2 : Principales caractéristiques du marché canadien des dérivés de gré à gré

Bien que de petite taille par rapport au marché mondial, le marché canadien des dérivés de gré à gré revêt une grande importance pour les institutions financières et non financières au pays. Ce marché occupe, sur la scène internationale, une part équivalente en gros à celle qui revient aux autres marchés financiers du pays, notamment les bourses (voir Tableau 1). Avec un encours de 12,4 billions de dollars É.-U. (montants notionnels) en décembre 2009, il représente environ 2 % du marché mondial des dérivés négociés de gré à gré³⁷. On estime que les membres du Comité consultatif sectoriel y réalisent entre 10 et 30 % de leurs revenus totaux de négociation³⁸.

Le marché canadien des dérivés de gré à gré est mondial par son essence. Une grande partie des opérations sur les dérivés de gré à gré effectuées par les membres du Comité consultatif sectoriel se déroule à l'extérieur du pays ou a pour contrepartie une entité située à l'étranger. Les membres du Comité sectoriel ont conclu 36 % de leurs contrats sur ces produits à l'extérieur du pays, et 78 % de l'ensemble des opérations sur dérivés de gré à gré impliquent une contrepartie située ailleurs qu'au Canada³⁹, qui est la plupart du temps une institution financière (autre qu'un membre du Comité). Ces opérations sont les plus susceptibles d'être touchées par les nouvelles réglementations sur les dérivés de gré à gré qui seront adoptées dans les autres pays.

Le marché canadien se distingue à certains égards du marché mondial des dérivés de gré à gré. Les swaps de change jouent un rôle important dans le financement des institutions financières canadiennes, comme en témoigne la forte utilisation des contrats de change au pays par rapport au reste du monde (ils comptent pour 23 % des opérations où au moins l'une des parties est un membre du Comité sectoriel, contre 9 % ailleurs)⁴⁰. En revanche, tout comme dans les autres régions du monde, les deux produits dérivés de gré à gré les plus populaires au Canada, sur la foi des montants notionnels, sont les contrats de taux d'intérêt et ceux de change. Les premiers représentent 71 % de l'encours notionnel des dérivés de gré à gré conclus par les membres du Comité.

Une fraction modeste, mais néanmoins significative, des opérations sur dérivés de gré à gré des membres du Comité consultatif sectoriel est conclue avec des contreparties non financières. La proportion des contrats dérivés de change négociés de gré à gré avec des contreparties non financières au Canada s'élève à 20 % (12 % de ces contreparties sont établies au pays et 8 % à l'étranger)⁴¹, et celle des contrats de taux d'intérêt, à 9 % (avec des contreparties canadiennes dans 7 % des cas, et

³⁷ Source : BSIF

³⁸ Source : Comité consultatif sectoriel (Industry Advisory Group, 2010). Sauf indication contraire, les données sur le marché canadien des dérivés de gré à gré, ventilées par catégories de produits, correspondent aux positions des six membres du Comité consultatif sectoriel, qui sont aussi les six principaux opérateurs du marché des produits dérivés de gré à gré au pays. Selon le BSIF, les opérations des membres du Comité sectoriel comptent pour 12,0 des 12,4 billions de dollars É.-U. que totalise ce marché. Les positions des autres institutions de dépôt et des grandes sociétés d'assurance vie se chiffrent respectivement à 0,3 et 0,1 billion de dollars É.-U.

³⁹ Dans 80 % des cas, au moins un des deux volets de la transaction est comptabilisé à l'étranger.

⁴⁰ La catégorie « Unallocated » (créances diverses) du Rapport trimestriel de la Banque des Règlements Internationaux (BRI) regroupe les données des établissements non déclarants (estimées à partir de la dernière enquête triennale) sur les produits dérivés de change, de taux d'intérêt, d'actions, de marchandises et de crédit. Cette catégorie est exclue des comparaisons avec les chiffres de la BRI.

⁴¹ La valeur des contrats de change faisant intervenir une contrepartie non financière au Canada s'élève à 319 milliards de dollars É.-U.; il s'agit souvent d'emprunteurs publics provinciaux, dont l'encours de la dette en devises se chiffrait à 105 milliards de dollars à la fin de 2009.

étrangères pour les 2 % restants). Quant aux proportions de dérivés d'actions et de marchandises négociés de gré à gré avec des sociétés non financières, elles atteignent respectivement 46 % et 50 %.

Il importe de signaler, en ce qui a trait au risque de contrepartie associé aux transactions entre une institution financière et une entité non financière, que beaucoup de ces transactions ne sont pas garanties et que les occasions de compensation bilatérale de l'exposition à ce risque pourraient être réduites. Par ailleurs, les courtiers tiennent habituellement des portefeuilles au sein desquels les éléments s'apparient (c.-à-d. où les positions s'équilibrent), alors que l'utilisateur final s'expose le plus souvent à un risque unilatéral. Les utilisateurs finaux peuvent s'être protégés contre le risque opérationnel et le risque de bilan au moyen de dérivés de gré à gré non normalisés.

Au Canada, les institutions financières n'appartenant pas au Comité consultatif sectoriel sont parties prenantes à 4 % des dérivés de taux d'intérêt et à 3 % des dérivés de change conclus de gré à gré par des membres du Comité. Compte tenu des exigences en matière de fonds propres et de marge auxquelles elles devraient se soumettre pour pouvoir recourir aux services de compensation d'une contrepartie centrale œuvrant à l'échelle mondiale, une proportion non négligeable des institutions financières canadiennes de moindre envergure pourraient ne pas être admissibles à ces services ou juger impossible d'y adhérer. Enfin, environ 9 % de l'activité du marché canadien des dérivés de gré à gré concerne des opérations conclues entre eux par les membres du Comité.

Tableau 1 : Encours des opérations sur dérivés de gré à gré par catégorie d'actifs et type de produits

	Encours notionnel (en milliards de \$ É.-U.)		Valeur marchande brute (en milliards de dollars É.-U.)	
	Canada	Monde (BRI)	Canada	Monde (BRI)
	31 déc. 2009	31 déc. 2009	31 déc. 2009	31 déc. 2009
TOTAL	10 146	614 674	315	21 583
CONTRATS DE CHANGE	2 307	49 196	90	2 069
À terme sec et swaps de change	1 234	23 129	34	683
Swaps de devises	862	16 509	53	1 043
Options	210	9 558	3	343
CONTRATS DE TAUX D'INTÉRÊT	7 240	449 793	182	14 018
Accords de taux futur	771	51 749	0,6	80
Swaps	6 145	349 236	175	12 574
Options	324	48 808	6	1 364
CONTRATS D' ACTIONS	116	6 591	12	710
À terme	2,6	1 830	1,2	179
Swaps	72		5	
Options	41	4 762	6	531
CONTRATS DE MARCHANDISES	130	2 944	15	545
Or – Ensemble des contrats	35	423	6	48
Autres marchandises – À terme et swaps	66	1 675	7	
Autres marchandises – Options	30	846	2	497
SWAPS SUR DÉFAILLANCE	349	32 693	17	1 801
D'un emprunteur déterminé	326	21 917	15	1 243
De plusieurs emprunteurs	23	10 776	2	559
AUTRES CRÉANCES	3	73 456	0,07	2 440
Exposition brute au risque de crédit				3 520

* Les données sur les encours des contrats de gré à gré au Canada indiquées dans ce tableau sont celles déclarées par les membres du Comité consultatif sectoriel. Les chiffres sur les encours mondiaux (tirés de la livraison de juin 2010 du *Rapport trimestriel* de la BRI) sont fournis à titre de comparaison. Voir http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1006.pdf.

Annexe 3 : Groupes de travail internationaux

G20 / Déclaration de Pittsburgh

« Tous les contrats de produits dérivés de gré à gré normalisés devront être échangés sur des bourses ou des plates-formes de négociation électronique, lorsqu'il y a lieu, et compensés par des contreparties centrales d'ici la fin 2012 au plus tard. Les contrats de produits dérivés de gré à gré doivent faire l'objet d'une notification aux référentiels centraux de données (« trade repositories »). Les contrats n'ayant pas fait l'objet d'une compensation centrale devront être soumis à des exigences de fonds propres plus strictes. »

G7 / Documents de travail sur diverses questions liées à la structure du secteur financier, notamment sur les dérivés de gré à gré, discutées à Iqaluit

FMI

Documents de travail sur les dérivés de gré à gré
Article du Global Financial Stability Report (GFSR) sur les dérivés de gré à gré

Quatorze grands courtiers mondiaux en dérivés de gré à gré (G14)

- Groupe sectoriel créé en 2005 pour éliminer les retards dans la confirmation des opérations sur dérivés de crédit.
- Mènent actuellement diverses initiatives visant l'amélioration de l'infrastructure du marché des dérivés de gré à gré, notamment pour ce qui regarde la normalisation des contrats (établissement d'objectifs quantitatifs et d'échéances), la compensation, la notification des transactions et l'accès des investisseurs potentiels.
- Travaux en cours

ISDA

- L'ISDA soutient les efforts des quatorze grands courtiers mondiaux et coordonne les travaux qu'ils mènent dans le cadre de leurs engagements.
- A mis en place, à la fin de 2009, un cadre de gouvernance officiel (ISDA Industry Governance Committee, ou IIGC).
- On trouve au sein de l'IIGC plusieurs groupes de travail sur des questions spéciales qui relèvent tous du forum principal de l'IIGC : un comité directeur pour chaque catégorie d'actifs, un groupe sur le risque opérationnel et un autre sur le nantissement.
- Travaux en cours

(1) OICV - Groupe de travail sur les marchés et les produits non réglementés

(2) OICV- Groupe de travail sur les contrats à terme normalisés de marchandises

- (1) Examiner les moyens d'étendre le champ d'application de la réglementation aux marchés et produits non assujettis. Les travaux concernant les dérivés de gré à gré ont porté exclusivement sur les swaps sur défaillance.
- (2) Examiner les moyens de réaliser les engagements de l'industrie à l'égard des produits dérivés de marchandises, en commençant par les contrats sur les produits de l'énergie.
- Travaux en cours

CSPR-OICV

- Fournir des conseils sur la façon d'appliquer au traitement des dérivés de gré à gré les recommandations de 2004 relatives aux contreparties centrales de compensation, et guider la création des référentiels centraux de données sur les transactions.
- Des documents consultatifs ont paru en mai 2010.
- Examen approfondi des normes relatives à l'infrastructure de tous les marchés financiers, y compris les contreparties centrales de compensation des opérations sur dérivés de gré à gré.
- Une ébauche des normes révisées sera déposée pour consultation publique durant les premiers mois de 2011 et le rapport final sera publié d'ici la fin de 2011.

Comité de Bâle – Groupe de travail sur la gestion et la modélisation des risques (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire)

- Document de consultation publié en décembre 2009 proposant diverses mesures pour renforcer le cadre d'adéquation des fonds propres face au risque de contrepartie présenté par les dérivés de gré à gré et au risque de marché.
- Une évaluation de l'incidence quantitative des mesures proposées sera effectuée.
- Les nouvelles règles d'adéquation des fonds propres devraient être prêtes vers la fin de 2010.

Groupe de travail du Conseil de stabilité financière

- Favoriser l'atteinte des objectifs arrêtés par le G20.
- Explorer les avenues pouvant mener à la mise en place des contreparties centrales de compensation ainsi que des bourses ou des plateformes de négociation électronique auxquelles devront être soumis les produits standardisés.
- Proposer des stratégies pour promouvoir l'utilisation de produits standardisés.
- Le rapport final a été déposé en octobre 2010.

Forum des autorités de régulation des produits dérivés OTC

- Mise en commun de l'information et coordination de la surveillance des initiatives concernant la création de chambres de compensation et de référentiels centraux pour les produits dérivés négociés de gré à gré.
- Groupes de travail chargés de déterminer les besoins en données des autorités .
- Travaux en cours

OTC Derivatives Supervisors Group (regroupant les organismes de surveillance)

- Suivre les progrès des quatorze grands courtiers mondiaux vers la réalisation de leurs engagements.
- Travaux en cours