

L'accès aux services de contreparties centrales pour la compensation des transactions sur dérivés de gré à gré

Joshua Slive, Carolyn Wilkins et Jonathan Witmer

INTRODUCTION

La récente crise financière a révélé des faiblesses au sein du système financier mondial. L'une des plus importantes est le degré d'interconnexion élevé des acteurs de marché et le manque de transparence au sujet des risques de contrepartie auxquels ils sont exposés de ce fait. L'effondrement de Lehman Brothers en 2008, par exemple, a entraîné la propagation de chocs dans le marché des swaps sur défaillance et a gravement perturbé ce dernier, mettant en péril bon nombre d'autres institutions financières. Les marchés qui s'appuyaient sur des mécanismes solides de compensation centralisée pour favoriser la limitation et la gestion du risque de contrepartie se sont bien mieux tirés d'affaire durant la crise. Les marchés des produits négociés en bourse et des swaps de taux d'intérêt en particulier ont mieux résisté à la défaillance de Lehman Brothers¹.

Dans ce contexte, le G20 s'est engagé à réduire les risques planant sur le système financier mondial en veillant à ce que, d'ici la fin de 2012, tous les contrats de produits dérivés de gré à gré standardisés soient compensés par des contreparties centrales (CC). Le recours à des CC dotées de dispositifs appropriés de contrôle des risques atténue le risque systémique en centralisant le risque de contrepartie, qu'il devient possible de gérer de manière plus uniforme et plus transparente, et en limitant les expositions à ce risque dans l'ensemble du système grâce à la compensation multilatérale des obligations de paiement et à la mutualisation des risques. Par conséquent, l'utilisation élargie de CC devrait réduire l'incertitude des participants quant à leurs expositions, de même que la probabilité

qu'une défaillance se propage dans le réseau des principaux intervenants de marché².

Un accès large à la compensation centralisée sera nécessaire pour maximiser les avantages que le recours accru aux CC fait espérer au chapitre de la réduction du risque systémique. L'évolution à cet égard pourrait toutefois avoir des conséquences inattendues sur la structure du marché mondial des dérivés de gré à gré. Puisque l'utilisation de CC, obligatoire ou fortement recommandée, est appelée à se répandre, les critères d'accès aux CC pourraient avoir des répercussions non négligeables sur l'innovation, la concentration, la concurrence et la résilience des marchés financiers locaux. On peut penser, entre autres, à des critères limitant l'accès en fonction de la taille du participant, lesquels pourraient contribuer à perpétuer et à étendre la prédominance des très grands courtiers en dérivés. Il se peut également que de tels critères minent la résistance des marchés locaux aux chocs financiers. L'importance d'un accès équitable et non discriminatoire aux CC a été reconnue par le Groupe de travail sur les produits dérivés de gré à gré du Conseil de stabilité financière (CSF, 2010) ainsi que par d'autres instances internationales, dont le Comité sur le système financier mondial et le forum des autorités de régulation des produits dérivés OTC. Dans un rapport récent, le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) en particulier soulignent que [traduction] :

l'accès équitable et non discriminatoire aux services [d'infrastructure de marché] encourage la concurrence entre les acteurs de marché. Il favorise aussi

¹ Les vecteurs de propagation entre courtiers sont décrits dans Duffie (2010a). Norman (2011), Monnet (2010) et CCP12 (2009) traitent de la manière dont les contreparties centrales ont aidé à préserver certains marchés de la débâcle de Lehman Brothers.

² Pour une analyse détaillée des avantages que procure la présence de contreparties centrales, consulter Conseil de stabilité financière (2010), Brunnermeier (2009), Duffie, Li et Lubke (2010), Kiff et autres (2010), ainsi que Chande, Labelle et Tuer (2010).

l'efficacité de la compensation et du règlement et leur exécution à faible coût [...] les conditions de participation devraient donc faciliter un large accès — des participants, des autres infrastructures de marché et, s'il y a lieu, des fournisseurs de services dans tous les pays concernés — tout en se fondant sur des exigences raisonnables en matière de risque. (CSPR-OICV, 2011)

L'accès aux CC est particulièrement crucial pour des pays comme le Canada, où aucune grande CC mondiale n'est établie³. Contrairement à certains de ces pays, le Canada compte de grands courtiers ayant accès aux CC internationales, et l'échange de nombreux produits importants pour le marché canadien passe déjà par ces CC. Or les règles du jeu de ces dernières ne sont pas nécessairement équitables pour les courtiers canadiens dont la taille est inférieure à celle des courtiers mondiaux et qui doivent de surcroît faire appel à une infrastructure exploitée depuis l'étranger. En outre, il se peut que ces services de source étrangère ne permettent pas aux pouvoirs publics d'exercer une surveillance et un contrôle suffisants pour atténuer et gérer les effets d'une crise financière.

Le présent article traite des défis que soulève l'instauration d'un accès équitable et non discriminatoire à des services de compensation centralisée pour les dérivés de gré à gré ainsi que des incidences éventuelles d'un accès limité sur la résilience des marchés financiers et la stabilité du système financier. L'article expose ensuite deux stratégies possibles pour éviter les conséquences, sur le risque systémique, d'un accès restreint aux CC. La première stratégie consiste en la mise en place, par les CC mondiales, de critères d'accès qui soient proportionnés au risque. La seconde consiste à créer des CC nationales adaptées aux conditions du marché local et aux risques spécifiques à chaque pays. Parallèlement, il convient de définir des principes et un cadre en vue de la coordination des activités de surveillance et des politiques d'octroi de liquidités et de résolution des défaillances visant les CC.

ENTRAVES À L'ACCÈS AUX CC MONDIALES

Un opérateur de marché peut procéder de deux manières pour soumettre des transactions à une CC : directement, en qualité d'adhérent compensateur auprès de cette CC, ou indirectement, en devenant le client d'un adhérent, c'est-à-dire un participant indirect. Dans les deux cas, un problème peut se poser pour les institutions financières d'envergure moyenne ou celles qui n'ont pas leur siège dans le pays d'origine de la CC⁴.

- 3 Wilkins et Woodman (2010) donnent un aperçu des réformes entreprises sur les marchés des dérivés de gré à gré au Canada.
- 4 Il existe des CC dans bien des pays, mais les principales pour les produits dérivés de gré à gré ont actuellement leur siège aux États-Unis (ICE Trust et CME) et au Royaume-Uni (service SwapClear de LCH.Clearnet et ICE Clear Europe).

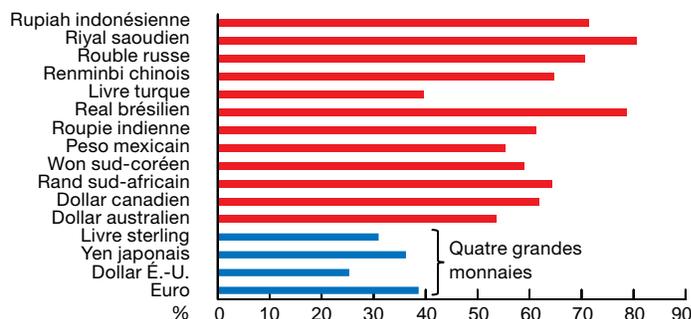
Les opérateurs actifs sur les marchés des dérivés de gré à gré pourraient être incapables d'adhérer à un coût avantageux aux CC mondiales telles qu'elles sont présentement structurées

À l'heure actuelle, les critères d'adhésion directe aux CC mondiales traitant des opérations sur dérivés de gré à gré reposent principalement sur la taille de l'établissement de même que sur le volume et l'étendue de ses activités sur les marchés de ces dérivés. Ces critères peuvent entraîner l'exclusion des institutions mondiales d'envergure moyenne (en raison de leur taille) et de celles qui se spécialisent dans des produits particuliers, des régions ou des clientèles précises (parce qu'elles ne peuvent participer à la gestion des défaillances dans les segments de marché sur lesquels elles ne possèdent aucune expertise), même lorsque ces institutions sont de qualité très supérieure et présentent un risque minime pour la CC et ses adhérents compensateurs⁵.

Les petits marchés sont particulièrement touchés parce qu'ils se composent généralement d'entreprises ne dépassant pas la taille moyenne et que leurs opérations portent d'abord et avant tout sur les instruments dérivés libellés en monnaie locale. Le **Graphique 1** montre que les participants extérieurs au groupe des quatorze plus grands courtiers mondiaux en dérivés⁶ (le G14) négocient énormément de swaps de taux d'intérêt dans des monnaies autres que les quatre principales. Ainsi, plus de 60 % des swaps de taux d'intérêt libellés en dollars canadiens conclus par des

Graphique 1 : La plupart des swaps de taux d'intérêt dans des monnaies autres que les quatre principales impliquent des courtiers n'appartenant pas au G14

Part des transactions conclues par des courtiers du G14 avec des contreparties n'appartenant pas au G14 dans l'encours notionnel total des swaps



Nota : Sur l'axe des y, les monnaies sont ordonnées du plus faible encours notionnel au plus élevé.

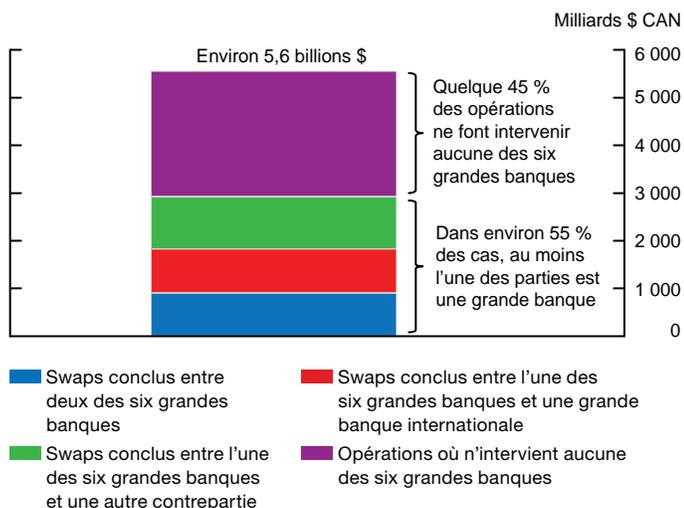
Source : TriOptima

Dernière observation : 25 février 2011

- 5 La Commodity Futures Trading Commission, aux États-Unis, a proposé dernièrement de fixer le niveau minimal des fonds propres à 50 millions de dollars, voire moins, et d'interdire aux CC d'exclure les institutions financières qui ne sont pas des courtiers en dérivés.
- 6 Bank of America Merrill Lynch, Barclays Capital, BNP Paribas, Citigroup, Crédit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, J.P. Morgan, Morgan Stanley, Royal Bank of Scotland, Société Générale, UBS et Wells Fargo

Graphique 2 : Les six grandes banques participent à plus de la moitié des swaps de taux d'intérêt libellés en dollars canadiens

Montant notionnel



Sources : Canadian Market Infrastructure Committee (octobre 2010) et enquête triennale de la BRI (juin 2010) Dernière observation : 31 octobre 2010

courtiers du G14 font intervenir une contrepartie n'appartenant pas au G14⁷. De plus, dans le cas de 55 % des swaps de taux d'intérêt, au moins l'une des parties à la transaction est une banque canadienne (**Graphique 2**).

Plusieurs des grandes banques canadiennes remplissent les critères d'adhésion au service SwapClear, offert par LCH.Clearnet, et certaines ont déjà le statut d'adhérents compensateurs⁸. Cependant, même quand elles peuvent devenir membres d'une CC mondiale, le barème des droits peut les désavantager par rapport à la concurrence. En effet, les CC ont parfois des tarifs fortement dégressifs selon le volume d'opérations ou plafonnent le montant des frais qu'elles exigent, de sorte que les très grands établissements paient des droits proportionnellement moindres. Dans certains cas, l'offre de tarifs dégressifs peut bien cadrer avec la structure de coûts de la CC. Néanmoins, les droits prévus pour couvrir les risques qui sont proportionnels à l'activité de compensation devraient eux aussi être proportionnels : si les cotisations au fonds de compensation se trouvaient plafonnées, par exemple, les grands adhérents pourraient prendre plus de risques sans avoir à en assumer la totalité du coût.

Outre les obstacles décrits ci-dessus, divers facteurs rendent difficile l'accès transfrontalier à des services de compensation centralisée. Les CC peuvent appliquer des décotes supplémentaires aux garanties étrangères et exiger

⁷ Nous tenons à remercier Mark Chambers, de la Banque de réserve d'Australie, pour nous avoir suggéré d'examiner ces données.

⁸ Le service SwapClear est le numéro un du marché de la compensation des swaps de taux d'intérêt. Il peut assurer la compensation pour 14 monnaies de libellé différentes, dont le dollar canadien, et des échéances allant jusqu'à 30 ans.

un dépôt de garantie additionnel pour se prémunir contre le risque de liquidité lié aux devises de petits pays⁹. Pareilles mesures se justifient sur le plan de la gestion du risque, mais elles pourraient occasionner des coûts et des risques accrus pour les opérateurs canadiens qui font appel à des CC mondiales, ce qui pourrait nuire à la liquidité des marchés financiers du pays. Enfin, le recours à une CC étrangère peut également créer des difficultés pour les pouvoirs publics en ce qui a trait à l'exercice d'une surveillance adéquate et à la conception de dispositifs de liquidité d'urgence et de résolution des défaillances.

L'accès indirect n'est pas toujours la meilleure solution pour les opérateurs d'envergure moyenne

Comme pour la plupart des systèmes de compensation et de règlement, les institutions qui ne remplissent pas les critères d'adhésion d'une CC peuvent opter pour une participation indirecte. Les petites institutions peuvent préférer cette solution, qui leur évite les lourds coûts fixes associés à l'adhésion directe, notamment les coûts opérationnels et les cotisations à un fonds de compensation (elles supporteront quand même une fraction proportionnelle de ces coûts en acquittant les frais de compensation que leur imposent les adhérents à qui elles s'adressent¹⁰). Toutefois, les participants indirects se livrant à des opérations sur dérivés de gré à gré pourraient devoir assumer des coûts supplémentaires qui les désavantageraient par rapport aux adhérents compensateurs.

- *Exigences plus strictes en matière de fonds propres* : Dans le cas de transactions compensées directement par une CC répondant aux normes du CSPR et de l'OICV, les exigences de fonds propres réglementaires seront moins élevées que pour les opérations compensées bilatéralement. Les participants indirects pourront bénéficier de cette réduction des exigences s'ils satisfont à certaines conditions¹¹. Dans le cas contraire, ils seront tout de même dispensés des exigences de fonds propres définies à l'égard des cotisations au fonds de compensation.

⁹ Des risques de nature juridique découlent en outre de l'incertitude entourant le caractère définitif (irrévocable) des paiements et la capacité de la CC de faire prévaloir ses droits, y compris sur les sûretés qui lui ont été remises, en cas de faillite ou de défaillance d'un participant, compte tenu de conflits éventuels entre les lois de divers territoires.

¹⁰ Chapman, Chiu et Molico (2008) montrent que les acteurs de moindre importance pourraient être rebutés par les coûts imposés aux adhérents compensateurs et voir leur accès au crédit limité par les autres participants au système de règlement, puisqu'ils ne disposent pas d'une réputation assez solide pour y adhérer eux-mêmes.

¹¹ Les règles proposées par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire prévoient des exigences de fonds propres réduites pour une banque participant indirectement si les conditions suivantes sont remplies : 1) les actifs de cette banque qui sont liés à l'opération sont distincts de ceux de l'adhérent et à l'abri de la faillite de ce dernier; 2) la banque est assurée, sur le plan juridique, qu'un autre adhérent reprendra l'opération à son compte si le premier adhérent ne peut s'en acquitter (Comité de Bâle, 2010). Pour l'instant, les ententes de participation indirecte à la compensation ne répondent pas à la seconde condition.

- *Exigences plus fortes en ce qui a trait aux marges et aux garanties* : Les exigences de marge que doivent respecter les participants indirects sont établies par l'adhérent compensateur avec lequel ils traitent et sont généralement supérieures à celles qu'applique la CC pour la compensation directe des transactions. La marge additionnelle vise à couvrir le risque accru découlant de la compensation indirecte.
- *Risque résultant du pouvoir de marché de l'adhérent compensateur* : L'adhérent compensateur fixe les frais et les marges de manière à se protéger du risque d'un défaut de paiement de l'un des participants indirects. Or il pourrait aussi utiliser ce pouvoir pour se doter d'un avantage par rapport à un participant qui est un concurrent¹². Par ailleurs, les participants indirects peuvent craindre que l'adhérent, s'il est leur concurrent, ne tire parti des renseignements dont il dispose sur leur flux de compensation, même si des mesures ont été prises à l'interne (sur le plan de la gouvernance par exemple) pour limiter ce risque. Le pouvoir de marché dépend de l'intensité de la concurrence entre adhérents désireux d'offrir leurs services à des participants indirects et de l'aisance avec laquelle un participant indirect peut passer d'un adhérent à un autre.

CONSÉQUENCES DE L'ACCÈS LIMITÉ

L'accès limité aux CC pourrait renforcer l'importance systémique des institutions financières mondiales

Le programme de réforme du G20 relatif aux dérivés de gré à gré pourrait atténuer la prédominance des très grands opérateurs de marché en favorisant la standardisation, la transparence et la négociation électronique. Un recours accru aux CC contribuerait à uniformiser davantage les règles du jeu sur le marché de ces instruments, parce que l'interposition de CC réduit la nécessité de surveiller le risque de défaut de chaque contrepartie. Cependant, si seuls les plus gros courtiers en dérivés ont un accès direct à la CC à coût raisonnable, la compensation centrale obligatoire pourrait conduire à un marché dont la structure par paliers est renforcée par la réglementation internationale et par l'infrastructure en place au lieu d'être motivée par des critères d'ordre économique¹³. La forme de la nouvelle structure pourrait refléter en partie l'influence considérable que les grands courtiers mondiaux exercent sur les règles adoptées, en raison de leur poids dans le capital ou le comité de gestion des risques des CC et de leur pouvoir de

marché dans le secteur des services de compensation des dérivés de gré à gré¹⁴.

Le passage à la compensation centrale réduira le degré d'interconnexion des institutions financières mondiales ayant une importance systémique, mais un accès limité aux CC est susceptible d'accentuer cette importance, ce qui pourrait avoir des conséquences imprévues.

- *Une CC ne comptant que des institutions financières mondiales d'importance systémique comme participants pourrait ne pas résister aussi bien à un choc systémique majeur qu'une CC composée de membres plus nombreux et plus diversifiés*. Les établissements d'envergure moyenne connaissant bien certains segments de marché pourraient contribuer utilement à la gestion des risques et des défaillances sans devoir participer à tous les aspects de la gestion des défaillances (Duffie, 2010b).
- *Les institutions financières mondiales d'importance systémique pourraient acquérir des parts de marché dans d'autres secteurs d'activité si elles jouissent d'un accès privilégié aux CC*. En effet, un coût moindre pour la compensation de leurs opérations sur dérivés de gré à gré pourrait leur procurer des avantages dans d'autres secteurs comme ceux de la prise ferme d'obligations et des produits financiers structurés. Et ces avantages pourraient leur en valoir d'autres, par exemple sur le marché des contrats de dérivés personnalisés compensés bilatéralement. Ainsi, les dérivés de gré à gré sont souvent utilisés pour couvrir des positions prises sur les marchés obligataires, diminuer les coûts de financement (c'est le rôle des swaps de taux d'intérêt) ou protéger des portefeuilles de prêts (au moyen de swaps sur défaillance).
- *La contestabilité réduite des marchés pourrait affaiblir leur résilience*. Si les adhérents compensateurs sont moins nombreux, la défaillance de l'un d'eux aura des répercussions plus graves sur la liquidité de marché, d'où une moindre résilience et un risque accru de propagation des chocs systémiques. Si les modalités d'accès actuelles sont maintenues et que la compensation obligatoire renforce dans l'ensemble la prédominance des institutions financières mondiales d'importance systémique, le risque qu'un choc subi par une institution ait de larges retombées sur les marchés sera plus grand.

Les institutions d'envergure moyenne pourraient être plus vulnérables en période de tension

Certaines institutions canadiennes prenant part de façon indirecte à la compensation pourraient voir leurs coûts

¹² Lai, Chande et O'Connor (2006), par exemple, construisent un modèle afin d'examiner les facteurs susceptibles d'inciter un adhérent compensateur à acquérir un avantage concurrentiel par rapport aux participants indirects sur le marché des services de paiement au détail.

¹³ Harris (2006) traite des conséquences inattendues de la réglementation du marché des contrats à terme sur la concurrence.

¹⁴ Les quatorze plus grands courtiers mondiaux détiennent le contrôle de SwapClear (le principal service de compensation des swaps de taux d'intérêt) et du comité de gestion des risques d'ICE (le principal service de compensation des swaps sur défaillance). Ils ont aussi fortement influencé le choix de la configuration initiale du dispositif de compensation des swaps de taux d'intérêt du groupe CME.

s'alourdir par rapport à ceux des courtiers mondiaux, tout comme les grands courtiers canadiens qui y participent directement. En temps normal, les coûts de compensation sont relativement faibles, mais, en période de tension, les marges prescrites peuvent littéralement bondir, de même que le coût des sûretés exigées. Les intervenants de marché qui comptent sur leurs pairs pour la prestation de services de compensation pourraient alors avoir plus de mal à obtenir ces services. Il en résulterait une baisse de liquidité et, éventuellement, une hausse de la procyclicité (Comité sur le système financier mondial, 2010). En pareil cas, les adhérents compensateurs resserreraient vraisemblablement leurs exigences à l'endroit des participants indirects et pourraient favoriser ceux avec lesquels ils ont établi des relations de nature plus étendue et plus directe¹⁵.

Des coûts de compensation élevés peuvent décourager le recours à la compensation centrale et réduire l'activité sur les marchés des dérivés de gré à gré standardisés

S'ils sont excessifs, les coûts liés à la compensation — coûts directs ou exigences de garantie — peuvent avoir deux effets néfastes¹⁶. Ils peuvent inciter les acteurs de marché à perpétuer des pratiques de compensation bilatérale, dans la mesure du possible, notamment en faisant appel plus fréquemment à des produits non standardisés qui ne sont pas admissibles à la compensation centrale. Si la compensation bilatérale est impossible, des coûts de compensation élevés peuvent limiter l'emploi de dérivés de gré à gré. Bien qu'il puisse être approprié de limiter le recours à ces instruments si le risque systémique sur le marché n'est pas géré comme il se doit, leur utilisation plus restreinte pourrait également entraîner une diminution des activités de couverture, auquel cas le risque pesant sur les entreprises et l'économie s'aggraverait.

LES ÉLÉMENTS D'UNE SOLUTION EFFICACE

Une stratégie efficace visant à atténuer les conséquences imprévues d'un accès limité aux CC doit comprendre l'instauration de solides mécanismes de contrôle des risques, donner aux autorités financières les outils voulus pour faire face aux chocs extrêmes et favoriser à la fois la robustesse et l'efficacité des marchés des dérivés de gré à gré.

L'un des éléments de la solution consiste à améliorer l'accès direct aux CC en reconnaissant que les opérateurs d'envergure moyenne de haute qualité peuvent participer sans danger à la compensation directe eu égard à leurs caractéristiques de risque. Un autre élément consisterait à gérer les risques présents dans les marchés locaux en instituant des CC locales.

¹⁵ Comme l'a démontré la dernière crise, les institutions financières sont enclines, en période de tension sur les marchés, à limiter les services qu'elles assurent à leurs clients, les forçant à assumer un risque de bilan.

¹⁶ Singh (2010) analyse les implications possibles, sur le plan de l'utilisation des garanties, d'un recours accru aux CC pour la compensation des transactions sur dérivés de gré à gré.

Un accès proportionnel pour les opérateurs d'envergure moyenne

Pour établir des conditions de participation adéquates, il importe d'élaborer des critères d'accès qui réduiront efficacement le risque auquel s'expose la CC, tout en préservant la stabilité et l'efficacité du système financier. Au lieu de se fonder sur la taille en termes absolus, comme le font actuellement bon nombre de CC, on pourrait fixer des critères d'accès et des mécanismes de contrôle des risques modulés selon le profil de risque des activités de compensation exercées par chaque adhérent¹⁷.

Les critères d'adhésion devraient être définis de manière à renforcer la capacité de la CC à gérer la défaillance d'un ou de plusieurs de ses membres. Ces critères devraient favoriser l'inclusion d'établissements qui peuvent aider à gérer les défaillances et l'exclusion de ceux qui sont plus susceptibles de manquer à leurs obligations financières. Si elle admet en outre les institutions d'envergure moyenne de qualité supérieure, la CC pourra augmenter le nombre d'institutions qui soumettront une offre pour la reprise des positions d'un membre défaillant et accroître ainsi sa capacité globale de gestion des défauts (Duffie, 2010b).

Qui plus est, l'adhésion de participants du marché local dont le crédit est de qualité supérieure pourrait renforcer une CC, surtout si ces participants apportent une expertise quant à la tenue de marché et à la détermination des prix de certains produits locaux. Par exemple, en cas de défaillance d'un membre possédant un imposant portefeuille en dollars canadiens, les adhérents compensateurs les mieux placés pour remplacer les contrats et liquider les sûretés libellées en cette monnaie pourraient bien être des établissements canadiens. Ceux-ci seraient également mieux en mesure de surveiller la probabilité de défaut des participants indirects établis sur leur territoire, puisqu'ils se livreraient déjà probablement à pareil suivi auprès de ces clients dans d'autres secteurs d'activité.

Il est certes avantageux de disposer d'un plus grand nombre d'adhérents pour gérer les défauts, mais des problèmes peuvent se poser lorsque certains d'entre eux n'ont pas la capacité, sur le plan opérationnel, d'évaluer, d'acheter ou de vendre rapidement les gros portefeuilles d'un adhérent défaillant dans un marché soumis à des tensions. Si le recours croissant aux plateformes de négociation électronique devrait remédier en partie à ces problèmes, il pourrait néanmoins être nécessaire, pour les résoudre, de modifier la manière dont la CC s'y prend pour gérer les défaillances.

¹⁷ Le rapport préparé par le CSPR et l'OICV (2011) indique que [traduction] « au besoin, une infrastructure de marché financier [comme une CC] peut définir des critères de participation moins stricts en conjonction avec des mécanismes adéquats de contrôle des risques [...] Les critères établis doivent aussi prendre en compte le profil de risque de l'activité en cause; l'infrastructure peut fixer diverses catégories de participation suivant le type d'activité exercé. Par exemple, une entité désireuse d'adhérer à une CC pourrait devoir satisfaire à des exigences différentes de celles imposées à une entité qui souhaite participer à une adjudication tenue par cette CC. »

Voici quelques changements à envisager :

- On pourrait créer plusieurs catégories d'adhérents compensateurs afin de permettre à certains membres de jouer un rôle moins central dans la gestion des défaillances en échange d'exigences de marge plus élevées ou de cotisations plus généreuses au fonds de compensation.
- Des volets du processus de gestion des défauts (par exemple, la responsabilité de faire une offre pour la reprise du portefeuille de l'adhérent défaillant) pourraient être confiés, en tout ou en partie, à certains opérateurs aguerris.
- La gestion des défauts pourrait être fractionnée afin que chaque adhérent compensateur puisse participer à la liquidation ou au remplacement des positions sur les produits qu'il connaît le mieux. Si pareil fractionnement est impossible dans une CC mondiale, la création de CC locales permettrait de le réaliser (voir la section suivante).

Chacune de ces modifications s'accompagne de risques distincts. L'impartition de la gestion des défauts, par exemple, pourrait être moins fiable en période de forte tension, et le fractionnement pourrait compliquer et retarder la couverture et le remplacement des positions de l'adhérent défaillant. Il importe donc de choisir des critères d'adhésion qui feront en sorte que les avantages de l'accès équitable et non discriminatoire l'emportent sur les risques.

Création de CC locales

Même s'il existe des CC mondiales dédiées au traitement de nombreux dérivés de gré à gré, certains pays ont déjà créé des CC locales en réponse aux engagements pris par le G20 ou songent sérieusement à le faire¹⁸. Le choix en faveur d'une infrastructure locale s'explique en partie par la difficulté de modifier les conditions de participation aux CC mondiales. Il fait aussi écho à certains objectifs de politique publique qui impliquent la capacité d'exercer une surveillance simple et directe de l'infrastructure financière d'importance systémique à la base des marchés d'instruments libellés en monnaie nationale, ainsi que la capacité de mener des politiques indépendantes en matière d'octroi de liquidités et de résolution des défaillances. On pourrait envisager des ententes de surveillance conjointe qui prévoient la collaboration de représentants de divers pays à la supervision d'une CC mondiale¹⁹, mais où la présence d'une CC locale permettrait à chaque État de conserver la

¹⁸ Singapour, Hong Kong, la Pologne, le Brésil, l'Inde, le Japon et la Chine projettent tous la mise sur pied de CC nationales pour la compensation des opérations sur dérivés de gré à gré. D'autres pays explorent cette possibilité. Puisque seules quelques CC mondiales affichent actuellement un volume notable de traitement pour ces dérivés, on ignore encore quelles sont les chances de réussite de CC locales.

¹⁹ À titre d'exemple, signalons que le Canada et d'autres pays se partagent la surveillance du système de règlement des opérations en devises de la CLS Bank, sous la houlette de la Banque fédérale de réserve de New York. La surveillance d'une CC pourrait toutefois se révéler beaucoup plus complexe.

haute main sur les activités de réglementation et de surveillance et sur la gestion des crises.

Une CC canadienne indépendante pourrait être en mesure de protéger les marchés canadiens de certains chocs mondiaux, telle la défaillance d'un gros courtier étranger ou d'une CC étrangère. Il est impossible d'atteindre à une protection complète en raison des nombreux vecteurs de propagation du risque présents dans le système financier mondial, mais la décentralisation des CC pourrait réduire le risque inhérent à la concentration, chez un nombre restreint de grandes entités, de la prestation de services destinés aux marchés²⁰. Notons toutefois que, dans une CC locale, la compensation multilatérale des obligations de paiement et la mutualisation des risques sont moins efficaces. Compte tenu de participants, une CC canadienne disposerait de moins de ressources qu'une CC mondiale pour absorber la défaillance de l'un d'eux; il lui faudrait par conséquent imposer des coûts plus élevés à l'ensemble de ses membres. Une large participation des établissements mondiaux permettrait de contrebalancer en partie les inconvénients liés au petit nombre de membres.

Grâce à sa connaissance supérieure des conditions sur le marché canadien, une CC locale serait mieux en mesure d'adapter son mode de gestion des risques aux besoins de ce marché et d'élargir l'accès à ses services sans que le risque augmente. Un plus grand nombre d'opérateurs au pays pourraient donc avoir recours à moindre coût aux services de compensation offerts, et la liquidité des marchés financiers nationaux en bénéficierait. La meilleure intégration de la CC canadienne à ces marchés faciliterait aussi la mise en place de modalités de compensation plus efficaces pour certaines catégories d'actifs, ce qui permettrait d'abaisser les exigences de garantie.

Il pourrait cependant arriver qu'une CC canadienne impose des coûts élevés aux adhérents compensateurs canadiens et gêne l'efficacité des marchés si elle limite l'accès aux contreparties étrangères et le potentiel de compensation multilatérale. Si les opérateurs canadiens se trouvent forcés de partager leurs portefeuilles de dérivés entre de multiples CC, ils seront probablement moins capables de compenser leurs obligations de paiement entre eux. Il leur faudra fournir plus de garanties, ce qui pourrait les inciter à délaisser des segments de marché ou à ne plus traiter avec certaines contreparties. Pour rehausser l'efficacité de l'utilisation des garanties, une CC locale pourrait, avec le temps, établir des liens avec d'autres CC ou mettre au point des accords de jumelage des marges (voir l'**encadré**).

D'un point de vue mondial, un modèle où les CC locales sont liées — entre elles ou à des CC mondiales — représente une solution de compromis potentielle qui conjuguerait certains avantages des CC locales et des CC mondiales

²⁰ Les autorités de réglementation conjointes du groupe LCH.Clearnet reconnaissent aussi que la présence de plusieurs CC entretenant des liens pourrait atténuer le risque que représente une concentration des risques de défaut au sein d'une seule CC (Joint Regulatory Authorities of LCH.Clearnet Group, 2008).

Liens entre CC et accords de jumelage des marges

Divers arrangements, dont ceux décrits ci-après, peuvent être négociés entre CC locales pour maximiser l'efficacité de l'utilisation des garanties.

L'établissement de **liens d'égal à égal** permet à deux CC d'interagir sur un même pied et de collaborer à la compensation d'une transaction où les deux contreparties font appel à leur CC respective. Une certaine harmonisation des modèles de gestion des risques et des exigences opérationnelles est nécessaire afin de contenir efficacement les risques qui découlent de la compensation conjointe que ce type de lien rend possible. Conformément aux normes proposées par le CSPR et l'OICV, les CC seraient tenues de disposer de ressources financières supplémentaires pour se protéger des risques liés à leurs expositions réciproques.

Les **accords de jumelage des marges** entre CC permettent l'établissement de marges communes pour les opérations portant sur des produits désignés. Aux fins du calcul de leurs exigences de marge, les entités membres de deux CC peuvent ainsi compenser entre ces deux CC les positions présentant des profils de risque qui s'opposent.

Les liens entre CC font peser de nombreux risques juridiques et opérationnels sur le système de compensation, surtout lorsqu'ils se multiplient. Les principes mis en avant par le CSPR et l'OICV obligeront les CC à disposer de fonds propres additionnels pour atténuer les risques induits par leurs liens avec d'autres CC. La compensation conjointe pourrait donc être plus coûteuse, selon la nature des transactions traitées.

et ouvrirait l'accès à des dérivés de toutes catégories. De manière générale, le tissage de liens entre CC permettrait, grâce à l'efficacité accrue de la compensation, de réduire les exigences de garantie pour les CC locales tout en autorisant une certaine gestion locale des activités sur dérivés. En ce qui a trait aux avantages attendus sur les plans de la mutualisation des risques et de l'immunisation contre les chocs mondiaux, un réseau de CC liées entre elles pourrait s'avérer aussi résilient qu'un petit groupe de CC mondiales ou un grand nombre de CC locales indépendantes²¹. Mais les liens noués requièrent également que les CC et les autorités qui les supervisent conviennent ensemble de la forme et de la nature de ces liens. Les accords conclus devront prévoir la mise en place de mécanismes appropriés de limitation des risques afin d'atténuer les risques additionnels que ces liens créent pour le système financier, surtout quand le nombre de liens entre CC augmente. Les organismes de réglementation à l'échelle internationale ont tendance à centrer leur attention sur l'interdépendance des marchés au comptant. Il n'est pas sûr que l'établissement de liens entre CC constitue une solution viable à court terme pour la compensation des transactions sur dérivés de gré à gré.

CONCLUSION

Les pays du G20, y compris le Canada, se sont engagés à accroître la compensation centralisée des opérations sur dérivés de gré à gré afin de favoriser la stabilité financière. Plus particulièrement, l'interposition de CC aura pour effet de réduire la contagion découlant de l'interconnexion des opérateurs des marchés des dérivés de gré à gré et de

renforcer la transparence des expositions associées aux transactions sur dérivés. L'infrastructure de compensation doit être conçue pour servir au mieux les intérêts des institutions et des marchés financiers canadiens. Elle devrait mettre à la portée des décideurs les outils d'intervention les plus efficaces pour freiner la propagation d'une crise financière, tempérer les effets de chocs systémiques externes ou internes sur les marchés financiers canadiens et soutenir aussi bien la liquidité que l'efficacité de ceux-ci.

Des progrès considérables ont déjà été réalisés par des instances internationales — comme le CSF, le CSPR, l'OICV, le Comité sur le système financier mondial et le forum des autorités de régulation des produits dérivés OTC — sur les enjeux relatifs à la compensation centralisée des dérivés de gré à gré. Le présent rapport met en avant deux stratégies pour éviter les éventuelles conséquences non désirées d'un accès restreint aux CC.

L'élaboration de règles et de critères d'adhésion proportionnés au risque. Cette stratégie pourrait avoir pour résultat d'élargir l'accès à la compensation centralisée, de renforcer la résilience des CC, d'accroître la liquidité et l'efficacité des marchés des dérivés de gré à gré et de diminuer l'incidence du défaut d'un grand opérateur mondial.

La création d'une CC canadienne qui serait mieux adaptée aux conditions du marché local et aux risques qui lui sont propres. L'existence d'une CC établie au pays permettrait peut-être la surveillance simple et directe de l'infrastructure financière, d'importance systémique, qui se trouve à la base des marchés des dérivés de gré à gré libellés en dollars canadiens, et notamment du marché des swaps de taux d'intérêt. En outre, les autorités canadiennes pourraient mener leurs propres politiques en matière d'octroi de liquidités et de résolution des défaillances. Pour que les avantages l'emportent sur les coûts, il est essentiel qu'un

²¹ La solution optimale, sur le plan de la résilience, dépend de divers facteurs, comme le degré d'intégration des participants dans chaque territoire et la nature et l'ampleur des chocs (Renault, 2010; Zigrand, 2010).

nombre significatif d'opérateurs mondiaux participent à la CC locale ou que celle-ci tisse des liens avec d'autres CC, et ce, afin d'empêcher que cette approche décentralisée n'entraîne une fragmentation de la liquidité de marché et de la gestion du risque systémique.

De plus, une surveillance commune est indispensable pour que l'élargissement de l'accès aux CC et l'établissement de liens entre CC n'augmentent pas les risques. Afin de gérer les chocs qu'une CC ne serait pas en mesure d'absorber, il serait aussi utile de s'entendre sur les politiques à suivre pour l'octroi exceptionnel de liquidités et, dans les cas extrêmes, la résolution des défaillances.

Les autorités fédérales et provinciales canadiennes collaborent avec leurs homologues internationales en vue de promouvoir un accès élargi à la compensation centralisée, la création de liens entre CC et la mise en place de mécanismes rigoureux de contrôle des risques (CSF, 2011). Des travaux sont également en cours avec les acteurs du marché national pour veiller à ce que le recours accru aux services de contreparties centrales pour la compensation des transactions sur dérivés de gré à gré ait un effet positif sur la solidité et l'efficacité du système financier.

BIBLIOGRAPHIE

- Brunnermeier, M. K. (2009). « Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008 », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n° 1, p. 77-100.
- CCP12 – The Global Association of Central Counterparties (2009). *Central Counterparty Default Management and the Collapse of Lehman Brothers*, avril.
- Chande, N., N. Labelle et E. Tuer (2010). « Les contreparties centrales et le risque systémique », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 49-57.
- Chapman, J., J. Chiu et M. Molico (2008). *A Model of Tiered Settlement Networks*, document de travail n° 2008-12, Banque du Canada.
- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2010). *Capitalisation of Bank Exposures to Central Counterparties*, Banque des Règlements Internationaux, décembre.
- Comité sur le système financier mondial (2010). *The Role of Margin Requirements and Haircuts in Procyclicality*, Banque des Règlements Internationaux, coll. « CGFS Papers », n° 36.
- Conseil de stabilité financière (2010). *Implementing OTC Derivatives Market Reforms*, 25 octobre.
- (2011). *Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability*, 10 avril.
- CSPR-OICV (2011). *Principles for Financial Market Infrastructures*, Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (Banque des Règlements Internationaux) et Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs.
- Duffie, D. (2010a). *How Big Banks Fail and What to Do about It*, Princeton (New Jersey), Princeton University Press.
- (2010b). *Minimal Size of Clearing Members*, correspondance électronique avec la U.S. Commodity Futures Trading Commission, 24 août.
- Duffie, D., A. Li et T. Lubke (2010). *Policy Perspectives on OTC Derivatives Market Infrastructure*, Banque fédérale de réserve de New York, coll. « Staff Reports », n° 424.
- Harris, L. (2006). « Breaking the Futures Monopoly », *Forbes Magazine*, 6 novembre.
- Joint Regulatory Authorities of LCH.Clearnet Group (2008). *Investigation of Risks Arising from the Emergence of Multi-Cleared Trading Platforms*, juillet.
- Kiff, J., R. Dodd, A. Gullo, E. Kazarian, I. Lustgarten, C. Sampic et M. Singh (2010). « Making Over-the-Counter Derivatives Safer: The Role of Central Counterparties », *Global Financial Stability Report*, Fonds monétaire international, chapitre 3.
- Lai, A., N. Chande et S. O'Connor (2006). *Credit in a Tiered Payments System*, document de travail n° 2006-36, Banque du Canada.
- Monnet, C. (2010). « Let's Make It Clear: How Central Counterparties Save(d) the Day », *Business Review*, Banque fédérale de réserve de Philadelphie, 1^{er} trimestre, p. 1-10.
- Norman, P. (2011). *The Risk Controllers: Central Counterparty Clearing in Globalised Financial Markets*, Chichester (Royaume-Uni), John Wiley & Sons.
- Renault, F. (2010). « Risque de concentration et nombre optimal de contreparties centrales pour un actif unique », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, juillet, p. 191-198.
- Singh, M. (2010). *Collateral, Netting and Systemic Risk in the OTC Derivatives Market*, document de travail n° WP/10/99, Fonds monétaire international.
- Wilkins, C., et E. Woodman (2010). « Le renforcement de l'infrastructure des marchés des produits dérivés de gré à gré », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 41-48.
- Zigrand, J.-P. (2010). « Contreparties centrales et stabilité financière : quelles leçons tirer de la théorie des réseaux et du risque endogène? », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, juillet, p. 175-182.