

Le renforcement de l'infrastructure des marchés des produits dérivés de gré à gré

Carolyn Wilkins et Elizabeth Woodman

INTRODUCTION

Dans le cadre de leurs efforts pour établir un environnement rehaussant la sûreté et la résilience du système financier mondial, les dirigeants des pays membres du G20 accordent une forte priorité au renforcement de l'infrastructure des marchés des produits dérivés de gré à gré. Bien que ces marchés ne soient pas à l'origine de la crise financière¹, certaines de leurs caractéristiques ont concouru à amplifier ses effets, notamment la taille et l'interdépendance de leurs principaux opérateurs, la concentration et l'ampleur des expositions bilatérales au risque de contrepartie, ainsi que le manque de transparence au sujet de ces expositions (Duffie, 2010). Le cours de la dernière crise illustre bien la rapidité avec laquelle les craintes sur la solvabilité d'une grande contrepartie peuvent se propager à travers le réseau des acteurs et déstabiliser les marchés. L'incertitude entourant les expositions aux dérivés de crédit a grandement contribué à aggraver ces craintes, qui se sont soldées par la faillite, ou quasi-faillite, de Bear Stearns, Lehman Brothers et American International Group (AIG) (Acharya et Richardson, 2009; Brunnermeier, 2009). L'opacité des marchés des dérivés de gré à gré a aussi privé les organismes de réglementation de l'information dont ils avaient besoin pour contrer et résoudre la crise.

Les décideurs publics de nombreux pays prônent l'adoption de réformes destinées à réduire le risque de contrepartie bilatéral, à accroître la transparence des marchés dérivés de gré à gré et à ériger un rempart susceptible de prévenir les effets en chaîne attribuables à la défaillance d'une institution et de faciliter l'absorption des chocs (FMI, 2010). Les dirigeants des pays du G20 ont pris des engagements ambitieux en ce sens, qui visent à ce que, d'ici la fin de 2012, les contrats dérivés de gré à gré soient davantage normalisés

et soumis à une compensation par contrepartie centrale, soient échangés sur une bourse ou une plateforme de négociation électronique, lorsqu'il y a lieu, fassent tous l'objet d'une notification à des référentiels centraux de données (« trade repositories ») et soient assujettis à des normes de fonds propres plus strictes lorsqu'ils ne sont pas compensés par une contrepartie centrale.

Dans le présent rapport, nous expliquons comment les réformes destinées à consolider l'infrastructure sur laquelle s'appuient les marchés dérivés de gré à gré peuvent accroître la résilience de l'ensemble des marchés et, de ce fait, la sûreté du système financier. Nous présentons d'abord un survol des marchés dérivés de gré à gré mondiaux et canadiens. Puis, nous examinons les objectifs poursuivis par les changements envisagés, décrivons les progrès accomplis jusqu'à maintenant dans leur mise en œuvre, à l'échelle internationale et au pays, et exposons les principaux défis qui se posent².

LES MARCHÉS DÉRIVÉS DE GRÉ À GRÉ

Les marchés dérivés de gré à gré ont progressé considérablement depuis le milieu des années 1990, tant pour ce qui est du volume mondial des opérations que du nombre et de la complexité des produits qui y sont négociés. À la fin de 2009, l'encours notionnel³ des instruments dérivés de gré à gré s'établissait à 615 billions de dollars É.-U. à l'échelle du globe.

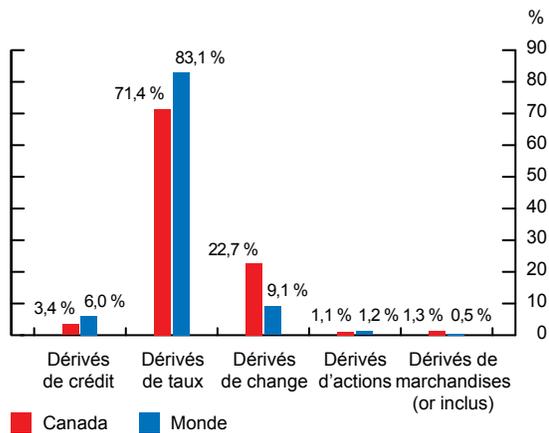
¹ On trouvera une analyse de la crise de 2007-2009 dans Acharya et Richardson (2009).

² Un groupe de travail du Conseil de stabilité financière (CSF, 2010) a reçu le mandat de formuler des recommandations en vue de la mise en œuvre des changements envers lesquels s'est engagé le G20. Ce groupe a étudié les moyens favorisant l'atteinte des objectifs fixés de manière uniforme d'un pays à l'autre, tout en encourageant un recours accru aux contrats normalisés sur les marchés dérivés de gré à gré.

³ L'encours notionnel correspond à la valeur des contrats en vigueur, laquelle sert à calculer les paiements liés aux contrats dérivés. Il aide à évaluer la taille et la structure du marché, mais il ne constitue pas une bonne mesure du niveau de risque associé aux positions. Pour connaître les définitions (en anglais) utilisées par la Banque des Règlements Internationaux, voir BRI (2007b).

Graphique 1 : Prépondérance des dérivés de taux et de change sur les marchés mondiaux et canadiens

Ventilation par catégorie de dérivés (en pourcentage de l'encours notionnel brut) à la fin de 2009



Sources : BRI et Canadian Market Infrastructure Committee (voir Groupe de travail sur les produits dérivés de gré à gré, 2010). Les deux organismes incluent dans leurs totaux des montants non répartis entre les catégories de dérivés. Les pourcentages indiqués ont été calculés à partir de totaux corrigés de manière à exclure les montants non répartis.

Les dérivés de taux d'intérêt accaparaient la majeure partie du marché (83 %), suivis des dérivés de change, de crédit, d'actions et de marchandises (**Graphique 1**)⁴. Un fort pourcentage des transactions émanent d'un petit nombre de courtiers établis dans les grandes places financières, essentiellement Londres et New York. Les données préliminaires de l'enquête triennale de 2010 menée par la Banque des Règlements Internationaux (BRI) indiquent que les deux tiers environ du volume total des opérations⁵ sur dérivés de taux et 50 % de celles sur dérivés de change sont réalisés au Royaume-Uni ou aux États-Unis⁶.

À l'instar de plusieurs autres pays du G20, le Canada ne représente qu'une faible part du marché des dérivés de gré à gré (moins de 2 % de l'encours notionnel, soit 10,1 milliards de dollars É.-U.)⁷. Reflétant bien le caractère mondial de ce marché, près de 40 % des opérations sur dérivés de gré à gré (montant notionnel) des six principales institutions financières canadiennes sont conclues à l'extérieur du pays, et celles qui sont comptabilisées au Canada ont souvent pour contrepartie une entité étrangère. En tout, 80 % des transactions sur dérivés de gré à gré sont déclarées dans un autre pays par au moins une des contreparties⁸. Par comparaison au reste du monde, les opérateurs

canadiens utilisent davantage les contrats de change (23 % contre 9 %), ce qui s'explique par l'importance des swaps de change dans le financement des institutions financières canadiennes (Comité canadien du marché des changes, 2010; Terajima, Vikstedt et Witmer, 2010). Mais comme ailleurs sur la planète, les deux catégories de produits dérivés de gré à gré les plus négociées au Canada, d'après les montants notionnels, sont les contrats liés aux taux d'intérêt et aux taux de change (**Graphique 1**).

UNE RÉFORME NÉCESSAIRE

Les marchés dérivés de gré à gré peuvent grandement contribuer à l'efficacité économique en favorisant une gestion efficace des risques d'entreprise et des risques opérationnels. Cependant, comme l'a fait ressortir la crise financière, une refonte majeure de certaines caractéristiques de ces marchés est essentielle pour rendre le système financier plus sûr et plus résistant lorsque des tensions surviennent.

La négociation des dérivés de gré à gré est décentralisée et peu transparente. Les contreparties concluent leurs opérations directement entre elles par téléphone ou par voie électronique, le marché s'articulant ainsi autour d'un réseau informel de relations bilatérales. Les acteurs de marché sont vulnérables au risque de contrepartie, c'est-à-dire à une défaillance de l'autre partie qui surviendrait avant l'échéance du contrat et empêcherait le versement des paiements immédiats et futurs convenus. Ce risque est concentré entre les mains d'un petit nombre d'institutions financières imposantes et complexes⁹ qui se servent mutuellement de contrepartie et jouent ce rôle auprès d'autres opérateurs.

Au cours des dix dernières années, l'industrie a accompli d'énormes progrès dans sa gestion du risque de contrepartie, grâce notamment à la compensation bilatérale des positions et à l'inscription des garanties couvrant les expositions nettes¹⁰. Toutefois, les risques étant gérés par les deux parties en cause, celui qui en résulte pour le système financier n'est pas pris en compte au moment de l'évaluation des garanties et des marges requises (Acharya et Richardson, 2009). Vu le manque de transparence envers les opérateurs et les organismes de réglementation qui caractérise les marchés dérivés de gré à gré, certains intervenants de marché peuvent accumuler des expositions substantielles contre lesquelles leur situation de capi-

4 Le document de discussion publié par le Groupe de travail sur les produits dérivés de gré à gré (2010) fournit une ventilation détaillée.

5 Le volume des opérations est une mesure approximative de la liquidité de marché, définie par la BRI comme le quotient de la valeur brute absolue de toutes les transactions conclues durant un mois, en montant notionnel, par le nombre de jours d'activité des marchés ce mois-là.

6 Voir BRI (2010b) pour consulter les résultats préliminaires de l'enquête.

7 Données pour les six grandes banques canadiennes en décembre 2009. Pour plus de renseignements, voir Groupe de travail sur les produits dérivés de gré à gré (2010).

8 L'établissement déclarant la transaction à l'extérieur du pays peut être soit une filiale étrangère d'un courtier canadien, soit une entité étrangère.

9 Selon Singh et Aitken (2009), 90 % des opérations sur dérivés de gré à gré conclues avant la crise émanaient de dix des plus grands courtiers présents sur les marchés mondiaux.

10 L'International Swap Dealers Association (ISDA) a conçu, pour le compte de l'industrie, des accords types permettant la compensation bilatérale de tous les produits négociés entre deux contreparties afin de réduire le montant des paiements, y compris de ceux à régler pour liquider les positions en cas de faillite. L'intégration d'annexes de soutien au crédit à ces contrats a favorisé l'utilisation de garanties. Des progrès ont également été accomplis en vue d'éliminer les contrats redondants (Fonds monétaire international, 2010).

talisation ne les protège pas adéquatement. La résilience des marchés peut donc être minée par une mauvaise gestion du risque de contrepartie, l'opacité du marché et une infrastructure post-négociation qui, comme cela s'est parfois produit, ne parvient pas à suivre le rythme rapide de création de nouveaux produits et la hausse des volumes d'activité¹¹.

Prenons pour exemple la suite d'événements qui a mené au sauvetage de la société d'assurance AIG aux États-Unis¹². Par l'entremise de sa filiale AIG Financial Products, cette société a vendu des swaps sur défaillance — qui sont des contrats de protection financière — liés à des prêts hypothécaires à risque américains dont la valeur notionnelle dépassait les 500 milliards de dollars É.-U.¹³. Comme la société AIG jouissait de la note AAA, elle n'était pas tenue de constituer de garanties à l'appui de ses contrats dérivés. Elle s'est ainsi retrouvée avec une exposition excessive qui ne reposait sur aucune garantie, et qu'elle n'a pas couverte non plus par des positions compensatrices, contrairement à la pratique habituelle des courtiers. Dans la foulée de la crise et de la détérioration du marché des prêts hypothécaires à risque américains, les actifs assurés par AIG ont perdu beaucoup de valeur et la société a dû indemniser les détenteurs de protection. Sa note a ensuite été abaissée, ce qui a déclenché une importante vague d'appels de marge, qu'AIG n'a pu honorer, sur les contrats dérivés de gré à gré qu'elle avait conclus. Les effets de contagion qu'une faillite de la société AIG risquait d'avoir sur l'ensemble du système ont incité la Réserve fédérale à prévenir un tel dénouement. Les réformes proposées par les pays du G20 (qui prévoient un accroissement de la transparence ainsi que des mesures incitant les acteurs à gérer adéquatement les risques associés aux dérivés de gré à gré) n'auraient peut-être pas épargné à AIG les difficultés qu'elle a connues, mais elles l'auraient probablement dissuadée d'accumuler des expositions aussi imposantes sans les couvrir.

INITIATIVES AU SEIN DU G20 EN VUE DE RÉFORMER LES MARCHÉS

La crise a exposé des lacunes dans l'infrastructure des marchés dérivés de gré à gré, que les dirigeants des pays du G20 se sont engagés à corriger à l'aide d'une réforme ambitieuse. Voici les engagements pris par le G20 :

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 strictes¹⁴.

Dans certains pays, la mise en œuvre des réformes est bien engagée. Au Japon, le Parlement a sanctionné une loi imposant la compensation centrale et la notification des opérations sur dérivés de gré à gré avant la fin de 2012. Une loi adoptée récemment aux États-Unis (*Wall Street Reform and Consumer Protection Act*) renferme des dispositions régissant les opérateurs et les marchés, et qui concernent notamment la compensation obligatoire par une contrepartie centrale, les places de négociation, la transparence des prix en temps réel et l'application de normes de fonds propres plus sévères aux dérivés personnalisés. Un projet de règlement rendant obligatoire la compensation centralisée de tous les dérivés de gré à gré et la notification des transactions à des référentiels centraux de données a été déposé en Europe en septembre; on pense qu'un texte final sera mis au point d'ici le milieu de 2011. En outre, la question des places de négociation devrait faire l'objet d'une modification à la directive du Parlement européen concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID) d'ici le milieu de 2011 au plus tard. Les progrès accomplis jusqu'à maintenant au Canada sont décrits dans l'encadré au verso. Le reste du présent rapport est consacré aux objectifs des réformes proposées et aux principales difficultés soulevées par leur mise en œuvre.

LA NORMALISATION

Une normalisation plus poussée des contrats sur dérivés de gré à gré est au cœur des réformes envisagées parce qu'elle est indispensable à la compensation centrale de ces produits et à leur acceptation par une plateforme de négociation électronique ou une bourse. Elle comporte aussi d'autres avantages, notamment celui de limiter le risque opérationnel, d'augmenter la comparabilité des contrats — ce qui réduit l'asymétrie d'information tout en facilitant l'évaluation et la gestion des risques —, de simplifier la notification des transactions et la mise en commun des données à des fins réglementaires et de rendre l'information plus fiable (CSF, 2010; Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières, 2010).

¹¹ Voir Banque des Règlements Internationaux (2007a) et Ledrut et Upper (2007).

¹² Les péripéties de cet épisode de la crise sont complexes, et il est impossible de les relater toutes ici. On en trouvera un compte rendu complet dans Sjostrom (2009).

¹³ Un swap sur défaillance est un contrat aux termes duquel l'acheteur verse au vendeur une prime pour que celui-ci lui procure une protection contre divers incidents de crédit pouvant toucher l'actif sous-jacent ou l'émetteur de cet actif. Si un incident se produit, une faillite par exemple, le vendeur de la protection doit indemniser l'acheteur selon les modalités prévues au contrat.

¹⁴ Engagements pris au Sommet des dirigeants tenu à Pittsburgh en septembre 2009, puis confirmés au Sommet de Toronto en juin 2010 — lors 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 (Groupe des Vingt, 2009).

Le point sur la réforme des marchés canadiens des dérivés de gré à gré

Les efforts que déploie le Canada pour réformer les marchés dérivés de gré à gré sont multiples. Sur la scène internationale, notre pays prend part à maintes initiatives, dont 1) les travaux du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire concernant le régime de fonds propres applicable aux opérations sur dérivés de gré à gré; 2) la formulation de normes favorisant la sûreté et la solidité de l'infrastructure des marchés financiers, y compris les contreparties centrales de compensation, actuellement à l'étude par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV); et 3) l'élaboration d'un cadre de politique sous la direction du Conseil de stabilité financière (CSF, 2010). Au niveau national, un groupe de travail interorganisationnel sur les produits dérivés de gré à gré, que préside la Banque du Canada et qui a pour mandat de mettre au point une stratégie canadienne, a rendu public un document de discussion faisant état de ses recommandations préliminaires (Groupe de travail sur les produits dérivés de gré à gré, 2010).

Outre les membres du personnel de la Banque, le Groupe de travail est composé de représentants du ministère fédéral des Finances, du Bureau du surintendant des institutions financières, de l'Autorité des marchés financiers, de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et de l'Alberta Securities Commission. Pour encadrer solidement les marchés dérivés de gré à gré, les organismes responsables doivent être investis des pouvoirs adéquats. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, soit l'organisme pancanadien de coordination des autorités provinciales, ont publié à cette fin en novembre un document de consultation où elles énoncent des propositions générales au sujet de la réglementation du marché des dérivés de gré à gré (Autorités canadiennes en valeurs mobilières, 2010). Le document précise que « les champs de compétence et des pouvoirs réglementaires précis devront être établis clairement dans la législation de chaque province en matière

de valeurs mobilières et de dérivés » (p. 60). Dans le projet de loi 135 qu'il a dévoilé en novembre, le gouvernement ontarien a donc présenté des amendements à la *Loi sur les valeurs mobilières* en vue de créer un cadre de réglementation des opérations sur produits dérivés. La nouvelle législation sur les valeurs mobilières que propose le gouvernement fédéral, et dont il a fait l'annonce en mai 2010, devrait établir les grandes lignes du régime que la future autorité canadienne de réglementation des valeurs mobilières appliquera aux dérivés de gré à gré.

Les instances officielles canadiennes travaillent en étroite collaboration avec les intervenants sur les marchés dérivés de gré à gré, notamment les courtiers, les investisseurs et les fournisseurs de services au pays et à l'étranger. Un comité a été formé (le Canadian Market Infrastructure Committee ou CMIC) dans le but d'examiner, du point de vue de l'industrie, les divers aspects de la mise en œuvre des engagements pris par les dirigeants du G20 et de soumettre des recommandations aux autorités. Compte tenu du rôle primordial que jouera l'industrie dans l'implantation des réformes, cette initiative est fort bien accueillie. Le CMIC et le Groupe de travail sur les produits dérivés de gré à gré planchent actuellement sur les moyens de donner aux opérateurs canadiens un accès à la compensation centrale, en concentrant leur analyse sur trois solutions : 1) élargissement de l'offre de compensation des contreparties centrales mondiales de manière à y inclure une plus vaste gamme de produits libellés en dollars canadiens; 2) création d'une contrepartie centrale canadienne, entretenant des liens avec des contreparties régionales ou mondiales; et 3) création d'une contrepartie centrale canadienne affiliée à une contrepartie mondiale existante. À l'instigation des autorités, le CMIC étudie aussi d'autres aspects de la réforme, dont la normalisation des contrats, l'établissement de référentiels centraux de données et l'amélioration de la transparence des marchés dérivés de gré à gré.

Si nous voulons être en mesure d'honorer les engagements pris dans le cadre du G20, la normalisation doit être menée sur trois fronts : produits, lois et processus. La normalisation des produits s'applique aux clauses économiques des contrats, comme celles concernant la taille et l'échéance, les garanties de même que la date et le lieu de livraison. Les produits gagneraient beaucoup à être standardisés aux fins de la compensation centrale, mais certains d'entre eux le sont probablement déjà suffisamment pour pouvoir être négociés en bourse (par exemple, les indices de swaps sur

défaillance). Cela dit, il y aura toujours une place pour les contrats dérivés personnalisés qui procurent d'importants avantages économiques à l'utilisateur final (CSF, 2010).

La normalisation des textes et du vocabulaire juridiques atténue la complexité des contrats, accroît la certitude juridique et donne aux contreparties la possibilité de se concentrer, au moment de la négociation, sur les modalités économiques. Il reste certes encore du travail à abattre, mais l'industrie, par la voix de l'ISDA, a accompli des progrès

appréciables dans cet aspect de la standardisation de toutes les catégories de dérivés. Parmi les avancées, signalons l'amélioration — déjà mentionnée — de la gestion du risque de contrepartie bilatéral, l'uniformisation des définitions pour chacune des catégories de dérivés et l'adoption d'ententes types qui facilitent la confirmation des transactions.

La normalisation des processus vise à réduire le risque opérationnel par l'automatisation de divers aspects des étapes de la négociation et du traitement post-négociation. Sur les bourses, les opérations post-négociation sont habituellement exécutées de manière fluide au sein de leur propre infrastructure. On peut dénombrer actuellement sur les marchés dérivés de gré à gré de nombreux systèmes qui traitent chacun différentes étapes du processus post-négociation (dont certaines sont manuelles), ce qui engendre des pertes d'efficacité et des risques opérationnels. Cette situation inquiétait depuis un moment les organismes de réglementation, de sorte que beaucoup a été fait déjà pour la corriger, en réduisant notamment les retards de confirmation¹⁵.

Avant d'autoriser la compensation centrale de contrats dérivés de gré à gré normalisés, les autorités doivent également vérifier la profondeur et la liquidité du marché sur lequel le produit est échangé ainsi que la disponibilité et la fiabilité de l'information sur les prix (CSF, 2010). La contrepartie centrale doit disposer de cette information pour gérer efficacement les risques associés aux contrats. Afin que les engagements pris dans le cadre du G20 puissent être remplis, les autorités doivent travailler de pair avec les acteurs de marché à établir quels instruments se prêtent à une compensation centralisée. Elles doivent se fixer des objectifs ambitieux à cet égard pour, d'une part, dissuader l'industrie de recourir à des contrats personnalisés pour se soustraire à la compensation centrale et, d'autre part, être à même de mesurer les progrès accomplis dans la réalisation de ces engagements.

LES AVANTAGES ET DÉFIS ASSOCIÉS À LA COMPENSATION PAR CONTREPARTIE CENTRALE

S'ils veulent parvenir à mettre en œuvre les dispositifs de compensation centrale envers lesquels ils se sont engagés, les pays du G20 devront unir leurs efforts pour faire en sorte que chacun d'eux ait un accès équitable à ces dispositifs et que soit atteint le but des réformes convenues entre eux, à savoir une amélioration de la sûreté et de la résilience du système financier mondial. Comme il est expliqué dans l'article de Chande, Labelle et Tuer (p. 49-57), une utilisation accrue des contreparties centrales contribuerait à réduire

le risque systémique de plusieurs façons. En plus d'atténuer le risque de contrepartie assumé par les grands acteurs de marché et l'incertitude entourant l'exposition globale à ce risque, une telle pratique permettrait de contenir la propagation des tensions financières entre les principaux acteurs de marché¹⁶. Conjugué à d'autres changements, le recours à une contrepartie centrale munie de mécanismes adéquats de limitation des risques aiderait à empêcher que la défaillance d'une institution ne mine l'intégrité du système et la confiance des marchés.

Cependant, les contreparties centrales effectuant la compensation des opérations sur dérivés de gré à gré pourraient avoir plus de mal à se mettre à l'abri des risques que celles traitant les achats et ventes au comptant de titres et un certain volume de dérivés négociés en bourse¹⁷, et cela, pour plusieurs raisons. Premièrement, contrairement aux transactions au comptant qui sont réglées dans un intervalle d'un jour ou deux, les dérivés de gré à gré ont souvent des échéances éloignées, de sorte que la contrepartie centrale doit gérer les risques qu'ils comportent sur une longue période. Deuxièmement, le calcul des marges requises pour couvrir les risques en question peut être compliqué par le manque de liquidité et de consensus crédible sur les prix dont souffrent les marchés des dérivés de gré à gré, ainsi que par le fait que les gains générés par ces instruments ne sont pas toujours linéaires. Enfin, alors que les contreparties centrales effectuant la compensation des opérations au comptant sont bien implantées, celles qui prennent en charge les dérivés de gré à gré sont soit relativement récentes, soit inexistantes pour certaines catégories de dérivés et, de fait, pour la plupart des produits. Cela a pour conséquence que, dans bien des cas, on ne peut encore compter sur des pratiques exemplaires et éprouvées aux chapitres de la gestion des risques, de la compensation par des tiers et de la surveillance¹⁸. Dans le cadre de sa revue des normes régissant l'infrastructure des marchés financiers, le Groupe de travail conjoint CSPR-OICV définira les critères applicables à la gestion des risques entourant cet important rouage.

Le caractère mondial des marchés dérivés de gré à gré et les aspects économiques de la compensation rendent plus difficiles l'offre de services de compensation centralisée à un coût relativement bas et l'accès généralisé à ces services dans un environnement adéquatement protégé contre les risques. La raison à cela est que le nombre d'institutions financières de taille suffisante pour prendre part directement aux activités de compensation des contreparties centrales est plutôt restreint; les autres établissements et les investisseurs ne peuvent y participer qu'indirectement,

¹⁵ Les organismes de surveillance prudentielle des principaux courtiers mondiaux œuvrent depuis 2005 avec les membres de l'industrie (les courtiers en question, l'ISDA et, plus récemment, les investisseurs) à la résolution de ce problème. Voir http://www.newyorkfed.org/newsevents/news/markets/2010/100301_letter.pdf.

¹⁶ Voir Brunnermeier (2009), Duffie, Li et Lubke (2010) ainsi que Caballero et Simsek (2009).

¹⁷ Voir Glass (2009) ainsi que Ledrut et Upper (2007).

¹⁸ Ce dont témoignent les efforts internationaux en vue de réviser les normes existantes ou d'élaborer de nouvelles normes concernant l'infrastructure des marchés financiers, dont les contreparties centrales de compensation (CSF, 2010).

par l'entremise des institutions d'envergure. Ces difficultés additionnelles pèsent surtout sur les petits marchés comme ceux du Canada et de l'Australie, situés à l'extérieur des places mondiales sur lesquelles la majorité des dérivés de gré à gré sont négociés.

En principe, les institutions financières et les investisseurs canadiens pourraient bénéficier de la compensation centrale en soumettant leurs opérations à une contrepartie centrale mondiale ou à une nouvelle entité établie au Canada même (soit une contrepartie centrale canadienne, soit une filiale d'une chambre mondiale) et reliée à une contrepartie mondiale (voir l'encadré, page 44). Compte tenu du caractère international des opérations portant sur la plupart des dérivés de gré à gré, il est improbable que la mise en place d'une contrepartie centrale canadienne indépendante (c'est-à-dire qui n'entreprendrait pas de lien avec une contrepartie mondiale) soit une solution viable¹⁹.

L'évaluation des options envisageables devra prendre en considération divers facteurs pertinents pour la limitation des risques et l'efficacité, en particulier 1) l'ampleur de la réduction des expositions découlant de la compensation centralisée; 2) les outils dont disposeront les autorités canadiennes pour faire en sorte que les contreparties centrales par lesquelles transitent les produits canadiens et auxquelles recourent les institutions financières du pays soient adéquatement surveillées et protégées contre les risques; et 3) la conception de liens sûrs et efficaces entre les contreparties centrales, si de tels liens sont requis. Il importera également de se pencher sur la question de la priorisation des produits canadiens dans le processus de compensation centralisée, à court comme à long terme, dans le contexte de chacun des scénarios d'accès possibles, et ce, en vue de soutenir la résilience des marchés et d'encourager une saine innovation. Les effets des diverses options sur la capacité des courtiers canadiens de maintenir leur compétitivité sur les marchés dérivés de gré à gré mondiaux devront aussi être analysés. En dernier lieu, il faudra veiller à assurer aux contreparties centrales de compensation qui prennent en charge des dérivés canadiens un accès aux mécanismes exceptionnels d'octroi de liquidités de la Banque du Canada.

ACCROÎTRE LA TRANSPARENCE DES MARCHÉS DÉRIVÉS DE GRÉ À GRÉ

Comme nous l'avons mentionné précédemment, à cause de l'opacité des marchés dérivés de gré à gré, les organismes de réglementation et les participants n'ont guère pu détecter la montée des risques qui a précédé la dernière crise financière et ont éprouvé des difficultés à contrer les turbulences et à résoudre la crise. La mise sur pied de référentiels centraux de données sur les transactions, une nouvelle composante de l'infrastructure des marchés,

contribuerait à améliorer la transparence. La création de tels registres électroniques centralisés, dans lesquels seraient inscrites toutes les opérations sur dérivés de gré à gré, permettrait de disposer d'une source de données cohérentes et fiables sur ces instruments dérivés²⁰.

Parce que toutes les transactions, y compris celles ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale, doivent être notifiées à ces référentiels, ces derniers peuvent fournir aux organismes de réglementation un tableau complet des expositions des grands acteurs de marché. Il existe à l'heure actuelle trois référentiels centraux de données en service : Warehouse Trust, exploité par la Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC) et Derivserv, qui stocke les données relatives aux swaps sur défaillance; TriOptima, qui prend en charge les dérivés de taux d'intérêt; et un autre référentiel mis sur pied par la DTCC, destiné celui-là aux dérivés d'actions. Les référentiels centraux de données sont en mesure d'alimenter les autorités en renseignements à jour et fiables, ce dont elles ont besoin pour : 1) évaluer les risques émanant des portefeuilles des acteurs de marché, tout particulièrement des établissements financiers d'importance systémique; 2) repérer et surveiller une éventuelle intensification de la concentration des risques; 3) faire appliquer les règles de conduite en vigueur; et 4) combattre l'emploi sur les marchés de pratiques risquées. Les référentiels centraux peuvent également rehausser la transparence des marchés en rendant publiques certaines informations, comme l'encours total des positions, les volumes d'activité, les données agrégées sur les règlements ainsi que des données détaillées sur les prix (en aval des transactions). Mais pour procurer ces avantages, ils doivent avoir accès à l'information sur l'ensemble du marché, comme le permettrait la création d'un référentiel mondial réunissant la totalité des renseignements sur les instruments d'une même catégorie. La surveillance transnationale de référentiels centraux présente néanmoins des défis, pour le cas où l'accès aux registres étrangers ou la gamme des opérations qui y seraient notifiées ne conviendraient pas.

Une autre façon d'améliorer la transparence des marchés dérivés de gré à gré est de faire en sorte que tous les contrats portant sur des instruments suffisamment standardisés et liquides soient négociés sur une bourse. Cela permettrait de rendre les transactions plus transparentes pour les acteurs de marché, aussi bien en amont qu'en aval, car ceux-ci pourraient alors connaître les prix fermes d'achat et de vente, ainsi que les prix des transactions en temps réel²¹. Cette forme de transparence des prix peut contribuer à renforcer l'efficacité des marchés. De plus, elle met les participants sur un pied d'égalité, offrant ainsi une meilleure protection aux moins aguerris ou informés d'entre eux. La conclusion des contrats dérivés de gré à gré sur

²⁰ Voir BRI/CSPR-OICV (2010a) et CSF (2010).

²¹ La transparence en amont fait référence à la communication de renseignements sur les ordres passés et les cours acheteurs et vendeurs offerts, et la transparence en aval, à celle d'informations détaillées sur les transactions conclues (CSF, 2010).

¹⁹ Sauf pour la compensation des dérivés d'actions, qui est principalement effectuée localement.

une plateforme de négociation électronique²² peut aussi faciliter la diffusion de l'information; les plateformes fournissent habituellement un certain degré de transparence en amont des transactions, même si le nombre de participants à qui sont communiqués les prix indicatifs est moins élevé qu'il ne le serait sur une bourse réglementée.

Quel que soit le régime retenu pour accroître la transparence des prix sur le marché des dérivés de gré à gré, il devra être conçu de manière à restreindre le plus possible ses effets négatifs potentiels sur la liquidité. Certaines formes de transparence peuvent en effet peser sur la capacité de tenue de marché des courtiers et réduire ainsi la liquidité du marché²³. 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 personnalisés négociés de gré à gré²⁴. Le choix de la place de négociation et du niveau de transparence adéquats dépend donc de plusieurs facteurs, dont la profondeur et la liquidité du marché, qui devront être analysés avec soin avant que de nouvelles règles soient imposées. Afin d'appuyer les efforts des autorités en ce sens, le groupe de travail de l'OICV sur la réglementation des dérivés de gré à gré est à évaluer les avantages et les difficultés de la mise en œuvre de mesures visant à encourager un recours accru aux plateformes de négociation organisées ainsi que l'opportunité de l'élaboration de normes internationales en la matière.

CONCLUSION

L'importante refonte des marchés dérivés de gré à gré lancée par les dirigeants des pays du G20 a pour but d'accroître la résilience du système financier mondial; elle s'articule autour de mesures destinées à réduire le risque de contrepartie bilatéral, à limiter les risques opérationnels et juridiques ainsi qu'à rehausser la transparence envers les acteurs de marché et les organismes de réglementation. La mise en œuvre de telles mesures est bien engagée dans nombre de pays, en particulier au Japon, aux États-Unis et en Europe. Le Canada contribue aux efforts de réforme engagés en participant à des initiatives nationales et internationales. Les instances officielles canadiennes, soit la Banque du Canada, le ministère des Finances, le Bureau du surintendant des institutions financières, l'Autorité des marchés financiers, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et l'Alberta Securities Commission, travaillent en étroite collaboration avec les intervenants sur les marchés dérivés de gré à gré, notamment les courtiers, les

investisseurs et les fournisseurs de services au pays et à l'étranger. Les changements proposés ont une vaste portée et auront pour effet de redessiner l'architecture des marchés dérivés de gré à gré. Pour parvenir à respecter l'échéance ambitieuse de la fin 2012 fixée pour la mise en œuvre des réformes, les autorités et l'industrie devront unir leurs efforts. Enfin, il faudra suivre de près les modifications que subira cette importante infrastructure pour s'assurer que la façon dont elle évolue favorise de fait la sûreté et la résilience du système financier mondial.

BIBLIOGRAPHIE

- Acharya, V. V., et M. Richardson (2009). *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*, Hoboken (New Jersey), John Wiley & Sons.
- Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2010). *Document de consultation 91-401 sur la réglementation des dérivés de gré à gré au Canada*, 2 novembre. Internet : <https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2010nov02-91-401-doc-consultation-fr.pdf>.
- Banque des Règlements Internationaux (2007a). *New Developments in Clearing and Settlement Arrangements for OTC Derivatives*, Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, mars. Internet : <http://www.bis.org/publ/cpss77.pdf>.
- (2007b). *Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2007*. Internet : <http://www.bis.org/publ/rpfx07t.pdf>.
- BRI/CSPR-OICV (2010a). *Guidance on the Application of the 2004 CPSS-IOSCO Recommendations for Central Counterparties to OTC Derivatives CCPs*, rapport consultatif. Internet : <http://www.bis.org/publ/cpss89.pdf>.
- (2010b). *Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2010: Preliminary Results*. Internet : <http://www.bis.org/publ/rpfx10.pdf>.
- Brunnermeier, M. K. (2009). « Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008 », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n° 1, p. 77-100.
- Caballero, R. J., et A. Simsek (2009). *Complexity and Financial Panics*, document de travail n° 14997, National Bureau of Economic Research.
- 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.
- Comité canadien du marché des changes (2010). *Le marché canadien des changes : évolution et perspectives*. Internet : http://www.banqueducanada.ca/fr/marches/cfec_050310-f.pdf.

²² Pour une analyse des caractéristiques des bourses et des plateformes de négociation électronique, consulter CSF (2010).

²³ Voir, par exemple, Financial Services Authority et HM Treasury (2009).

²⁴ Le prix auquel les courtiers offrent des contrats de gré à gré personnalisés augmentera probablement s'ils ont de la difficulté à réduire 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.

- Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (2010). *Standardisation and Exchange Trading of OTC Derivatives*, document de consultation n° 10-610.
- Conseil de stabilité financière (CSF) (2010). *Implementing OTC Derivatives Market Reforms*. Internet : http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101025.pdf.
- Duffie, D. (2010). « The Failure Mechanics of Dealer Banks », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 24, n° 1, p. 51-72.
- 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.
- Financial Services Authority et HM Treasury (2009). *Reforming OTC Derivative Markets: A UK Perspective*. Internet : http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/reform_otc_derivatives.pdf.
- Fonds monétaire international (2010). « Making Over-the-Counter Derivatives Safer: The Role of Central Counterparties », *Global Financial Stability Report*, avril, p. 91-117.
- Glass A. W. (2009). « The Regulatory Drive towards Central Counterparty Clearing of OTC Credit Derivatives and the Necessary Limits on This », *Capital Markets Law Journal*, vol. 4, supplément 1, p. S79-S98.
- Groupe de travail sur les produits dérivés de gré à gré (2010). *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*. Internet : <http://www.banqueducanada.ca/fr/financier/reforme.pdf>.
- Groupe des Vingt (2009). *Leaders' Statement: The Pittsburgh Summit*. Internet : <http://www.pittsburghsummit.gov/mediacenter/129639.htm>.
- Ledrut, E., et C. Upper (2007). « Changing Post-Trading Arrangements for OTC Derivatives », *BIS Quarterly Review*, décembre.
- Singh, M., et J. Aitken (2009). *Counterparty Risk, Impact on Collateral Flows and Role for Central Counterparties*, document de travail n° WP/09/173, Fonds monétaire international.
- Sjostrom, W. K. (2009). « The AIG Bailout », *Washington and Lee Law Review*, vol. 66, n° 3, p. 943-991.
- Terajima, Y., H. Vikstedt et J. Witmer (2010). « L'incidence de la crise financière sur le financement transfrontalier », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 39-47.