

Cadre réglementaire pour
une activité sûre et efficace
en matière d'instruments
financiers dérivés sur les
marchés émergents et en
développement

TABLE DES MATIÈRES

SOMMAIRE.....	02
SYNTHESE	03
IMPORTANCE DES DÉRIVÉS DANS LES MARCHÉS ÉMERGENTS ET EN DÉVELOPPEMENT.....	04
STRUCTURE ET CHAMP D'APPLICATION DE CE DOCUMENT.....	08
QUESTIONS JURIDIQUES.....	09
QUESTIONS RÉGLEMENTAIRES	16
MISE EN ŒUVRE DES RÉFORMES DU G-20 SUR LES PRODUITS DÉRIVÉS	20
Marges	20
Capital.....	23
Compensation centrale («clearing»)	25
Déclaration des transactions («Reporting»).....	27
Exécution des transactions	29
GESTION ET GOUVERNANCE DES RISQUES.....	30
CONCLUSION	34
À PROPOS DE L'ISDA	34

SYNTHESE

Les instruments financiers dérivés ont un rôle important à jouer dans le développement des marchés de capitaux dans les pays émergents et en développement et permettent à un large éventail d'utilisateurs finaux de mieux gérer leurs risques commerciaux et financiers au quotidien.

Ce document vise à aider les décideurs (notamment les législateurs) des marchés émergents et en développement¹ à établir un cadre approprié pour assurer une activité sûre et efficace en matière d'instruments financiers dérivés. Il présente les principaux éléments - juridiques, réglementaires et de gestion des risques - que les décideurs doivent prendre en compte pour ce faire. Ce document s'appuie sur les travaux antérieurs des organisations internationales produisant des normes ou principes mondiales, des régulateurs et des superviseurs des économies avancées, ainsi que des acteurs du marché et d'autres personnes concernées, afin d'identifier les problèmes et les pratiques dans ces domaines.

Il est important de souligner que ce document traite également de la transposition pertinente aux marchés émergents et en développement des politiques et des règles relatives aux produits dérivés élaborées par les décideurs mondiaux et les acteurs du marché dans les économies avancées. Il existe, par exemple, des pratiques, des lois et/ou des règles qui sont essentielles dans chaque pays (par exemple, la sécurité juridique des transactions sur les produits dérivés et le caractère exécutoire des clauses de résiliation-compensation – «close-out netting» prévues par les contreparties). Mais il est également vrai que toutes les règles mondiales ne doivent pas être mises en œuvre de la même manière dans tous les pays (par exemple, une obligation de compensation – clearing – des dérivés dans un marché avec peu de transactions ou avec une monnaie fermée).

Pour ces raisons, il est important que le cadre réglementaire d'un pays et sa politique en la matière soient alignés et évoluent avec le développement de son marché des capitaux et de son activité de produits dérivés afin de favoriser la croissance et de permettre l'accès à des pratiques prudentes de gestion des risques.

¹ L'expression «marchés émergents et en développement» utilisée dans ce document fait référence au système de classification des pays dans les «Perspectives de l'économie mondiale» du Fonds monétaire international (FMI), qui divise le monde en deux grands groupes: les économies avancées et les économies de marché émergentes et en développement (emerging and developing markets economies EMDE): www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2021/02/weodata/groups.htm. Comme le note le FMI: «Cette classification ne repose pas sur des critères stricts, économiques ou autres, et elle a évolué au fil du temps. L'objectif est de faciliter l'analyse en fournissant une méthode raisonnablement probante d'organisation des données.» De même, l'ISDA reconnaît que la classification EMDE comprend un large éventail et un grand nombre de pays dont les marchés financiers et les cadres réglementaires financiers et de politiques en matière financière sont à des stades de développement différents, et le présent document est destiné à être lu dans cette optique

IMPORTANCE DES DÉRIVÉS DANS LES MARCHÉS ÉMERGENTS ET EN DÉVELOPPEMENT

Les produits dérivés² sont des contrats sur mesure dont les termes peuvent être convenus bilatéralement (tels que le taux de référence sous-jacent, la date/l'échéance et la taille) pour transférer et gérer le risque et permettre une couverture précise au niveau des flux de cash (flux d'espèces). Un pourcentage toujours plus élevé de produits dérivés sont, et peuvent être, compensés par une chambre de compensation.

Parce que les produits dérivés permettent de transférer les risques et d'être adaptés aux besoins de gestion de la couverture des entreprises, ces instruments financiers sont utilisés par des entités différentes, et ce pour gérer plus efficacement leurs risques commerciaux et financiers. Témoignant de la nature globale du marché des produits dérivés, l'ISDA compte plus de 980 membres basés dans 78 pays à travers le monde.

Sur les marchés émergents et en développement, où les économies, les PIB, les taux de change, les taux d'intérêt et les flux de capitaux peuvent être relativement plus volatils que ceux des économies avancées, les produits dérivés sont particulièrement importants pour améliorer la gestion des risques et permettre l'accès aux capitaux. Différents types d'entreprises bénéficient de l'utilisation de ces outils de gestion des risques, et ce de diverses manières:

- Les entreprises peuvent utiliser des produits dérivés pour couvrir leur exposition aux variations de la valeur des devises et des taux d'intérêt;
- Les entreprises du secteur de l'énergie peuvent utiliser des produits dérivés pour couvrir les variations des prix des matières premières («commodities»);
- Les gestionnaires d'actifs peuvent utiliser des produits dérivés pour s'exposer efficacement à un investissement souhaité;
- Les fonds de pension peuvent utiliser des produits dérivés pour couvrir le risque d'inflation et de taux d'intérêt dans les engagements de pension / retraite à long terme;
- Les gouvernements et les organisations supranationales peuvent utiliser des produits dérivés pour réduire le risque de taux d'intérêt et/ou de change sur les nouvelles émissions de dette; et
- Les banques peuvent utiliser des produits dérivés pour gérer l'inadéquation des risques entre leurs actifs et leurs dettes.

² De manière générale, il existe deux grands types de produits dérivés. Le type auquel il est fait référence ici peut être adapté aux besoins des acteurs du marché. Ils sont appelés swaps ou dérivés négociés de gré à gré (over-the-counter, OTC). De nombreux swaps/dérivés de gré à gré se négocient désormais sur une plate-forme de négociation et un pourcentage encore plus important est compensé («cleared») de manière centralisée auprès d'une chambre de compensation. L'autre grand type de produit - les contrats à terme listés - est constitué de contrats standardisés dont les termes sont prédéfinis, qui se négocient sur une plateforme de négociation et qui sont compensés par une chambre de compensation. Les deux types de produits sont souvent complémentaires, car une entreprise qui conclut un swap sur mesure avec une contrepartie non financière peut chercher à couvrir le risque qu'elle prend en utilisant un contrat à terme

Les banques et la gestion du risque de taux d'intérêt

Dans un marché émergent ou en développement, les banques sont généralement les intermédiaires financiers les plus importants. En tant que telles, elles soutiennent la croissance économique et le développement en prêtant aux entreprises, en gérant les dépôts des clients, en investissant dans la dette souveraine et en facilitant le financement du commerce extérieur.

Cependant, ces activités exposent potentiellement ces banques à un ensemble de risques: risque de crédit lié aux prêts; risque de taux d'intérêt des deux côtés du bilan; risque de change (risque dit FX) lié aux créances commerciales et au financement; et risque de liquidité lié à l'asymétrie des échéances entre les actifs et les passifs (dettes).

Le risque de taux d'intérêt doit être géré avec prudence afin que les banques puissent soutenir efficacement les activités économiques de leurs clients. Les produits dérivés jouent un rôle particulièrement important pour les banques dans la gestion de ce risque. Sans ces outils de gestion du risque, les banques peuvent être considérablement gênées dans le montant et le type de prêts qu'elles peuvent accorder, car elles doivent faire correspondre étroitement l'actif et le passif.

Par exemple, dans une économie émergente et en développement, les banques sont potentiellement confrontées à un déséquilibre entre la composition de leurs actifs et de leurs passifs (dettes). Les titres de dette émis par les États et détenus par les banques (actifs) sont généralement à taux fixe, relativement illiquides et à long terme. D'autre part, les dépôts des clients détenus par les banques (passif) sont traditionnellement à court terme, peuvent être retirés rapidement et sont assortis d'un taux variable.

Pour gérer le risque de non-concordance ou mismatch de l'actif et du passif (tant au niveau des échéances que des profils de taux d'intérêt de l'actif et du passif), les banques chercheront à concentrer leurs activités de prêt sur des prêts à plus courte échéance et/ou à taux variable pour faire face à leurs dépôts à plus courte échéance et à taux variable.

Cependant, cela crée plusieurs défis pour les banques, ainsi que pour les États émetteurs de titres, pour les entreprises emprunteuses et les déposants individuels.

Tout d'abord, si les banques doivent gérer leurs actifs de manière à ce qu'ils correspondent à leurs passifs (dettes) sans pouvoir utiliser de produits dérivés, elles seront limitées sur les types de crédits qu'elles peuvent offrir à leurs entreprises-clientes. Elles ne seront peut-être pas en mesure d'offrir des financements à plus long terme et moins coûteux, ce qui signifie que les entreprises devront plutôt compter sur des prêts à court terme et à taux variables. Pour les entreprises clientes, cela signifie des coûts plus élevés et une plus grande incertitude et cela peut entraver leur capacité à investir et à se développer.

En utilisant des produits dérivés, une banque peut gérer le risque de taux variable au passif (bien que le risque de refinancement des emprunteurs en cas de baisse des taux demeure) et gérer séparément le risque de taux fixe à l'actif. Une banque peut ainsi structurer ses actifs et ses passifs (dettes) de manière à mieux refléter les besoins de ses clients et de l'économie en général.

L'activité de financement des gouvernements pourrait également être entravée sans l'utilisation des produits dérivés par les banques.

Si les gouvernements souhaitent allonger les échéances de leurs dettes pour réduire le taux de rollover de leur programme d'émission, ils risquent d'être confrontés à des coûts plus élevés ou à une baisse de la demande, car les banques qui achètent la dette ne peuvent pas gérer le risque lié à un profil d'échéance plus long. L'utilisation de produits dérivés pour couvrir le risque des titres de dette ayant une plus longue échéance pourrait atténuer ce problème.

Comme déjà indiqué, les marchés émergents et en développement présentent souvent une plus grande volatilité que les marchés plus avancés. Cette volatilité peut entraîner des événements de liquidité ou d'autres perturbations qui se traduisent par une flambée des taux et une forte baisse de l'activité économique sur les marchés où la couverture n'est pas possible. La capacité d'utiliser les produits dérivés de manière prudente et appropriée pour couvrir les expositions et gérer les risques peut servir à absorber ces chocs.

Après une période de taux d'intérêt durablement bas au niveau mondial, les décideurs et les acteurs du marché de tous les pays, y compris les marchés émergents et en développement, accordent désormais une grande attention au risque de taux d'intérêt dans le portefeuille bancaire (IRRBB – interest rate risk in the banking book).

Comme l'a déclaré la Banque des règlements internationaux (BRI)³: «Le risque IRRBB est un risque important qui découle des activités bancaires et auquel toutes les banques sont exposées. Il résulte du fait que les taux d'intérêt peuvent varier de manière significative dans le temps, tandis que l'activité bancaire implique généralement une activité d'intermédiation qui produit des expositions à la fois à la non-concordance des échéances (par exemple, des actifs à longue échéance financés par des passifs à courte échéance) et à la non-concordance des taux (par exemple, des prêts à taux fixe financés par des dépôts à taux variable). En outre, il existe des options intégrées dans de nombreux produits bancaires courants (par exemple, les dépôts sans échéance, les dépôts à terme, les prêts à taux fixe) qui sont déclenchées en fonction des variations des taux d'intérêt.»

De telles préoccupations soulignent la nécessité pour les banques de recourir à des produits dérivés pour les aider à gérer les risques plus efficacement. En effet, des cadres solides de couverture et de gestion des risques au sein des institutions financières sont aujourd'hui fondamentaux pour le processus de réglementation et de surveillance.

Les banques et la gestion du risque de change

Si la nécessité de gérer efficacement le risque de taux d'intérêt est une préoccupation croissante des économies émergentes et en développement, le risque de change est au cœur des préoccupations des acteurs du marché et des décideurs depuis un certain temps.

En avril 2019, le chiffre d'affaires des dérivés de change libellés en devises des marchés émergents et en développement était plus de quatre fois supérieur à celui des dérivés de taux d'intérêt⁴. Cette situation contrastait fortement avec celle des économies avancées, où les échanges sur les deux classes d'actifs étaient sur un pied d'égalité et où les volumes d'encours des dérivés de taux d'intérêt dépassaient largement ceux des dérivés de change.

La dominance des taux de change en tant qu'instrument négocié dans les économies émergentes et en développement reflète deux facteurs principaux. Le premier est que le facteur de risque le plus important pour ces économies a été l'évolution du taux de change, en particulier lorsqu'un pourcentage important du bilan du système financier local est libellé en devises étrangères. La plupart des décideurs et des acteurs du marché considèrent le risque de change non seulement comme le principal facteur de risque, mais aussi comme le seul risque qu'ils souhaitent couvrir, notamment en cas de dollarisation importante du marché financier local. La disponibilité d'instruments de couverture du risque de change peut contribuer à attirer davantage d'investissements étrangers et à faciliter l'accès aux marchés internationaux. Le taux de change a été le mécanisme d'ancrage et d'évaluation historique dans ces pays.

³ Voir Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, Interest Rate Risk in the Banking Book, www.bis.org/bcbs/publ/d368.pdf

⁴ Voir Banque des règlements internationaux (BRI), Offshore Markets Drive Trading of Emerging Market Currencies, www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1912h.htm

La deuxième raison, qui est liée à la première, est que le risque de taux d'intérêt en monnaie locale a été largement ignoré, ce qui a été facilité par un régime de politique monétaire dans lequel le taux d'intérêt jouait un rôle secondaire. Cette approche contraste avec celle des économies avancées, où la stabilité des prix intérieurs constitue depuis un certain temps le principal mécanisme d'ancrage macroéconomique. Dans ces pays, la courbe des swaps, qui décrit la courbe de rendement implicite basée sur les taux variables associés à un swap de taux d'intérêt, joue un rôle important en tant que référence pour les taux d'intérêt.

Au fur et à mesure que les économies émergentes et en développement font la transition du mécanisme d'ancrage à la stabilité des prix intérieurs, l'utilisation de la voie des taux d'intérêt et la capacité à gérer le risque de taux d'intérêt devraient donc gagner en importance. La nécessité d'un marché des swaps robuste est un catalyseur essentiel pour le développement de taux d'intérêt de référence qui sont importants pour l'activité économique nationale.

En résumé, le développement de marchés locaux de produits dérivés devrait renforcer la résilience de l'économie, soutenir la croissance économique et améliorer la gestion des risques. Le développement d'un marché des produits dérivés sûr et efficace est un pas dans la bonne direction pour améliorer l'accès au financement et la gestion des risques financiers, approfondir les marchés financiers et relever les défis de la mondialisation.

STRUCTURE ET CHAMP D'APPLICATION DE CE DOCUMENT

Ce document vise à aider les décideurs des pays émergents et en développement à élaborer un cadre réglementaire approprié pour un marché des produits dérivés sûr et efficace qui soutienne la croissance de leurs économies et de leurs marchés de capitaux et améliore la gestion des risques.

Il est divisé en trois sections principales.

- La première section traite des questions juridiques importantes et fondamentales que les juridictions émergentes et en développement doivent prendre en compte. Les opérations sur dérivés sont-elles autorisées par les lois du pays concerné? Les activités liées aux produits dérivés violent-elles les lois ou la réglementation de ce pays? Le pays consacre-t-il le caractère exécutoire de la résiliation-compensation («close-out netting») des transactions en matière de dérivés et des contrats de garantie financière, qui sont des éléments essentiels à une gestion efficace des risques?
- La deuxième section traite des questions réglementaires importantes, du contenu et de l'objectif des réformes du marché mondial des produits dérivés initié par le Groupe des vingt (G-20), ainsi que de la transposition appropriée et pertinente des règles aux marchés émergents et en développement. Une autorité de régulation est-elle autorisée à superviser les marchés de produits dérivés? Des paramètres doivent-ils être imposés aux différents types de participants au marché autorisés à effectuer des transactions sur produits dérivés? Toutes les transactions sur les dérivés exécutées au sein d'un ou par un acteur du marché établi dans un pays doivent-elles faire l'objet d'une compensation centrale («clearing»)? Comment les entreprises doivent-elles déclarer leurs transactions sur produits dérivés afin d'en assurer la transparence? Les entreprises utilisant des produits dérivés doivent-elles être tenues de déposer une marge de variation (VM-variation margin) et une marge initiale (IM-initial margin)?
- La troisième section traite des questions de gouvernance et de gestion des risques pour les pays émergents et en développement qui soutiennent des marchés sûrs et efficaces. Quelle est la nature de l'approche de l'entreprise en matière de gestion des risques liés aux produits dérivés? Quelles sont les responsabilités du conseil d'administration et de la direction générale de l'entreprise? Quels outils, processus et systèmes de gestion des risques les entreprises doivent-elles mettre en place pour mesurer et gérer les expositions?

QUESTIONS JURIDIQUES

Comprendre que les transactions sur produits dérivés sont des contrats entre des contreparties est au cœur des problèmes auxquels chaque pays est confronté pour développer un marché des produits dérivés qui soutient la croissance de l'économie et des marchés de capitaux. La certitude juridique des obligations contractuelles que les contreparties s'engagent à respecter les unes envers les autres, qui comprennent généralement la possibilité de compenser les expositions, est d'une importance capitale.

Des incertitudes peuvent se manifester à plusieurs égards. L'une des préoccupations est de savoir si une contrepartie dans un marché émergent ou en développement a la capacité juridique - est juridiquement capable - de conclure une transaction sur produits dérivés. Cela peut poser un problème pour certains types de contreparties, comme les États souverains et les collectivités locales, les fonds de pension et les assureurs. Pour y répondre, les grands acteurs (i.e. les «dealers») sur les marchés de produits dérivés cherchent généralement à obtenir des déclarations de leurs contreparties afin d'avoir des éléments utiles sur ces problèmes de capacité juridique et de force exécutoire. Il peut s'agir du pouvoir de la contrepartie à mener ses activités et à conclure des produits dérivés, de la validité et du caractère contraignant du contrat sur les produits dérivés et de l'absence de conflits avec les autres contrats conclus par la contrepartie et avec les lois applicables.

Si une contrepartie n'a pas la capacité juridique de conclure une transaction sur produits dérivés (c'est-à-dire que le contrat est *ultra vires*), une simple déclaration est insuffisante. Dans ce cas, des dispositions législatives ou d'autres solutions seront nécessaires pour donner à cette contrepartie le droit exprès d'utiliser des produits dérivés.

De nombreux pays prévoient depuis de nombreuses années des lois sur les jeux et les paris, lesdites dispositions datant généralement de l'époque située avant le développement des marchés financiers modernes. Ces lois peuvent, par erreur, être interprétées comme couvrant les transactions sur les produits dérivés – et ce malgré le fait que ces transactions sont conclues à des fins de gestion des risques financiers. Ces pays devront alors modifier leurs lois existantes ou adopter de nouvelles lois pour garantir une protection juridique ou des exemptions pour permettre aux entreprises de s'engager dans des activités liées aux produits dérivés.

Les pays doivent également veiller à la reconnaissance juridique des contrats régis par un droit étranger et envisager d'adhérer aux traités mondiaux sur la reconnaissance mutuelle et l'exécution des jugements et des sentences arbitrales, tels que la Convention de La Haye sur les accords d'élection de for et la Convention de New York⁵.

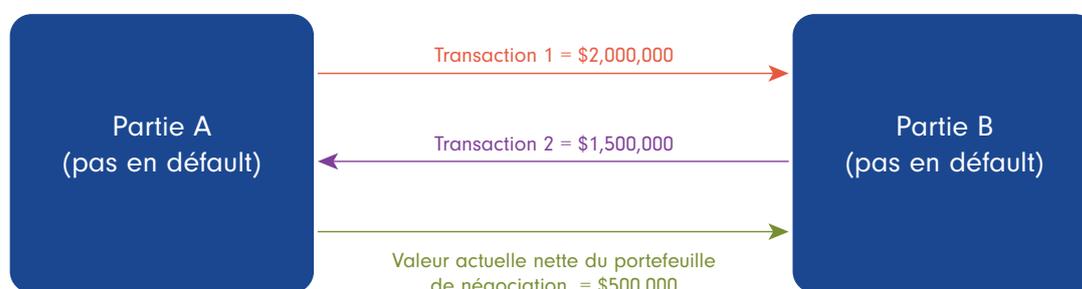
Une autre source d'incertitude connexe concerne la portée des transactions autorisées au sein d'un marché émergent et en développement. Dans certains pays, l'une des questions est de savoir si les transactions de dérivés de crédit (comme les swaps de défaillance) doivent être considérées comme des garanties ou des contrats d'assurance, ce qui pourrait avoir des conséquences négatives sur le caractère exécutoire de ces transactions dans certaines circonstances.

⁵ Voir 2018 ISDA Arbitration Guide & ISDA Choice of Court & Jurisdiction Guide, www.isda.org/book/2018-isda-arbitration-guide/

L'importance de la compensation («*Netting*»)

Le contrat-cadre de l'ISDA est utilisé pour régir les transactions de produits dérivés entre les parties⁶. Ce contrat contient des stipulations relatives à la compensation (netting) des positions et est largement utilisé sur les marchés financiers comme un mécanisme important pour gérer le risque de crédit des contreparties. Le terme «compensation» («*netting*») signifie que toutes les sommes à payer ou à recevoir relatives à des transactions soumises à un contrat-cadre ISDA peuvent, à l'issue d'une résiliation dans certains cas (eg cas de défaut comme une insolvabilité d'une contrepartie) être agrégées et compensées, ce qui donne lieu à un seul montant net à payer ou à recevoir entre les contreparties (voir le graphique A).

Graphique A: Comprendre la compensation



La résiliation-compensation des transactions (ie compensation après la déchéance du terme du contrat ou «*close-out netting*») donne aux contreparties la possibilité de: (a) résilier toutes les transactions (régies par un contrat-cadre) de manière anticipée; (b) valoriser ces transactions résiliées; et (c) prendre ces valorisations et tous les montants précédemment dus et impayés pour déterminer un seul montant net du par une partie à l'autre. La résiliation-compensation est utilisée pour gérer le risque de défaut de la contrepartie ou pour gérer le risque lié à un autre événement important à la suite duquel les parties ne peuvent plus poursuivre leur relation contractuelle en matière de produits dérivés.

Les autorités réglementaires du monde entier, y compris le Conseil de stabilité financière (FSB) et le Groupe de résolution des défaillances bancaires transfrontalières du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB), encouragent vivement les pays à prévoir des dispositions en matière de résiliation-compensation (parallèlement à des dispositions relatives à la constitution de marges, c'est à dire des actifs remis en marge ou constitués en garanties) en raison de leurs effets bénéfiques sur la stabilité du système financier⁷.

⁶ Outre le contrat-cadre, l'ISDA publie un large éventail de documents spécifiques aux transactions pour les produits dérivés conventionnels et islamiques. Par exemple, l'ISDA a récemment publié une nouvelle documentation permettant aux pensions et aux prêts de titres d'être documentés dans le cadre d'un contrat-cadre de l'ISDA. Cela permettra aux parties qui s'engagent dans de nouvelles relations commerciales de signer un seul contrat-cadre ISDA couvrant non seulement les produits dérivés, mais aussi les pensions et les prêts de titres

⁷ Voir le document consultatif publié par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, www.bis.org/publ/bcbs52.pdf, et le document du Conseil de stabilité financière (CSF) intitulé Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions, www.fsb.org/work-of-the-fsb/market-and-institutional-resilience/post-2008-financial-crisis-reforms/effective-resolution-regimes-and-policies/key-attributes-of-effective-resolution-regimes-for-financial-institutions/

Les statistiques publiées chaque année par la BRI montrent systématiquement que le mécanisme de résiliation-compensation réduit de plus de 80 % la valeur de marché brute⁸ des transactions de produits dérivés en cours, et ce dans toutes les catégories d'actifs⁹. En décembre 2019, la valeur de marché brute de tous les contrats de produits dérivés en cours était de 11 600 milliards de dollars, correspondant à 2 400 milliards de dollars d'exposition brute au crédit¹⁰, la valeur de marché brute étant ajustée en tenant compte des accords de compensation («*netting*») juridiquement exécutoires. En cas de non-application des accords de résiliation-compensation, cela augmenterait alors l'exposition au crédit de 9 200 milliards de dollars, ce qui nécessiterait des fonds propres et des garanties supplémentaires très importants pour couvrir ce niveau plus élevé d'exposition. Le capital et les liquidités supplémentaires ne seraient donc pas disponibles pour financer d'autres activités économiques et la gestion du capital et des liquidités serait moins efficace.

Les acteurs des marchés dans les pays où la résiliation-compensation est légalement applicable bénéficient d'un meilleur accès aux marchés internationaux de produits dérivés¹¹. Le mécanisme de résiliation-compensation a un impact positif sur le nombre d'acteurs qui sont actifs sur les marchés internationaux et sur la taille des transactions que ces établissements sont prêts à et sont capables de conclure dans ces pays. Les entités locales situées dans un pays qui prévoit des dispositions en matière de résiliation-compensation des transactions en matière de dérivés ont un coût de financement ou de crédit inférieur à celui des entités dans les pays qui ne prévoient pas de telles dispositions. De plus, des dispositions en matière de compensation fiables permettront le développement de marchés de produits dérivés plus liquides et plus standardisés dans pays émergents et en développement¹². Il existe manifestement de nombreuses raisons pour lesquelles la sécurité juridique de la résiliation-compensation devrait être assurée.

La résiliation-compensation (close-out netting) doit être distinguée de la compensation des paiements (payment netting). La compensation des paiements a lieu dans le cadre de l'activité normale d'une entreprise qui n'est pas en état de cessation des paiements et consiste à compenser des flux de paiements entre deux parties, un jour donné et dans une devise donnée, ladite compensation aboutissant à la détermination d'une seule dette ou créance nette. Étant donné que la compensation des paiements de transactions intervient avant un cas de défaut ou un cas de résiliation, son caractère exécutoire ne doit normalement pas être protégé par la législation.

La résiliation-compensation est quant à elle mise en œuvre après la survenance d'un cas de défaut ou d'un cas de résiliation, tel que l'insolvabilité d'une contrepartie. Pour bénéficier des clauses stipulées dans le contrat-cadre relatives à la résiliation-compensation, les contreparties doivent avoir la certitude juridique que ces stipulations seront applicables, y compris en cas d'insolvabilité de l'une des parties à la transaction.

⁸ La BRI définit la valeur de marché brute comme la " somme de tous les contrats de produits dérivés en cours dont les valeurs de remplacement sont positives ou négatives et qui sont évaluées en fonction des prix du marché en vigueur à la date de référence... Les valeurs de marché brutes fournissent des informations sur l'ampleur potentielle du risque de marché dans les transactions de produits dérivés et sur le transfert de risque financier associé qui se produit ". Voir le glossaire disponible sur www.bis.org/statistics/glossary.htm?&selection=312&scope=Statistics&c=a&base=term

⁹ Voir les dernières statistiques de la BRI sur les produits dérivés de gré à gré, www.bis.org/publ/otc_hy2111.htm

¹⁰ La BRI définit l'exposition brute au risque de crédit comme "la valeur de marché brute moins les montants compensés avec la même contrepartie dans toutes les catégories de risque en vertu d'accords de compensation bilatéraux juridiquement exécutoires. L'exposition brute au crédit fournit une mesure de l'exposition au risque de crédit de la contrepartie (sans prise en compte des garanties financières/marges échangées)". Voir le glossaire disponible sur www.bis.org/statistics/glossary.htm?&selection=313&scope=Statistics&c=a&base=term

¹¹ L'état des lieux et le statut des lois sur la compensation dans les différents pays est présenté sur le site Internet de l'ISDA, www.isda.org/2020/07/03/status-of-netting-legislation/

¹² Voir le document de l'ISDA intitulé Clearing in Smaller or Closed Jurisdictions, www.isda.org/a/tsvEE/ITC-Small-Jurisdictions-final.pdf

Loi sur la résiliation-compensation

L'objectif principal d'une loi sur la résiliation-compensation des contrats financiers est de garantir l'efficacité de la résiliation-compensation et des contrats de garanties financières en vertu de la loi de ce pays après un cas de défaut ou de résiliation, tant avant qu'après l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité.

En général, l'efficacité de la compensation après déchéance du terme et avant l'insolvabilité ne pose pas de problème dans les lois de la plupart des pays et aucune loi spéciale n'est nécessaire pour garantir son efficacité. Le principal défi consiste à s'assurer du caractère exécutoire de la compensation après déchéance du terme, après l'insolvabilité. Dans ses *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*, le FSB souligne l'importance d'assurer l'efficacité de la compensation après déchéance du terme à tous les stades de la résolution et de l'insolvabilité¹³.

La Commission des Nations Unies pour le droit commercial international (CNUDCI) a déclaré que la compensation des titres et des dérivés est essentielle au bon fonctionnement du marché financier, et que la compensation des transactions portant sur des titres et des dérivés devrait ainsi ne pas être affectée par des dispositions locales qui ont pour objet de geler certains dispositifs (dits dispositifs d'évitement en cas d'insolvabilité¹⁴). Pour aider les législateurs et les décideurs à assurer la reconnaissance de la compensation avec déchéance du terme, l'Institut international pour l'unification du droit privé (UNIDROIT) a publié des *Principes sur le fonctionnement des clauses de compensation avec déchéance du terme*¹⁵.

Les établissements financiers ont besoin d'un niveau élevé de sécurité juridique au sujet de l'efficacité de la compensation avec déchéance du terme, à la fois pour assurer une gestion sûre et saine du risque de crédit et aussi pour pouvoir être considérés comme réduisant le risque lors du calcul de leurs exigences de fonds propres réglementaires en application des normes internationales.

Comme indiqué précédemment, les risques de crédit des contreparties sont considérablement réduits dans les pays où la résiliation-compensation est légalement exécutoire, ce qui améliore l'efficacité du capital et la gestion des liquidités et peut faciliter des investissements et une activité économique supplémentaires. En tant que telle, une loi sur la résiliation-compensation peut être nécessaire pour résoudre toute incertitude significative et éviter tout doute raisonnable en la matière, même dans les pays où la compensation avec déchéance du terme est susceptible d'être exécutoire après l'insolvabilité sur la base de principes généraux propres à ces pays.

¹³ Voir les Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions du FSB, www.fsb.org/2014/10/key-attributes-of-effective-resolution-regimes-for-financial-institutions-2/

¹⁴ Voir CNUDCI, Guide législatif sur le droit de l'insolvabilité (2004), Partie II, paragraphe 185. Voir plus généralement les recommandations concernant les critères d'évitement de l'insolvabilité dans la Partie II, paragraphes 156-169, https://uncitral.un.org/en/texts/insolvency/legislativeguides/insolvency_law

¹⁵ Voir les Principes d'UNIDROIT sur le fonctionnement des clauses de compensation avec déchéance du terme, www.unidroit.org/instruments/capital-markets/netting/

Les législateurs peuvent choisir d'adopter l'une des mesures suivantes:

- Une approche plus large en termes de législation sur la compensation, qui serait plus solide qu'une législation spécifique étroite; ou
- Une législation spécifique étroite qui aborde seulement un nombre limité de problèmes connus. Toutefois, elle peut ne pas offrir de protection contre des développements ultérieurs.

Les législateurs devront identifier en détail les domaines pertinents du droit local qui pourraient potentiellement entrer en conflit avec l'efficacité des clauses contractuelles de résiliation-compensation afin que toutes les questions pertinentes soient couvertes de manière adaptée par la législation locale. Ci-après des exemples de domaines à prendre en considération:

- Lois sur l'insolvabilité, y compris les dispositions du droit local adoptées pour prévenir l'insolvabilité;
- Dispositions obligatoires spécifiques adoptées pour la protection des débiteurs en général (en plus de la loi sur l'insolvabilité) ou pour la protection de certaines catégories de débiteurs;
- Lois sur les jeux ou les paris;¹⁶ et
- Autres principes de droit interne.

Compte tenu du fait qu'une législation sur la résiliation-compensation implique un régime qui déroge aux règles d'insolvabilité applicables, il peut alors être décidé que ces dérogations ne sont justifiées que dans certains cas. Par exemple:

- En faveur de certains types de contreparties éligibles¹⁷; et/ou
- En faveur de certains contrats de compensation¹⁸.

Toutefois, il est important de ne pas limiter l'efficacité de la résiliation-compensation par types d'acteurs du marché, car ce mécanisme s'il est efficace réduit le risque systémique et profite ainsi à toutes les entreprises.

En vertu des lois applicables en matière d'insolvabilité, un mandataire de justice ou autre intervenant à une faillite (comme par exemple, un administrateur judiciaire) dispose souvent du droit de supposer, de confirmer ou d'exiger la poursuite des contrats ou des transactions qui sont favorables à la partie insolvable pour permettre son rétablissement, ainsi que du droit de ne pas retenir ou de rejeter les contrats ou les transactions qui ne le sont pas. Ce pouvoir de retenir ou de rejeter une transaction est parfois appelé le droit de sélection ou "cherry picking". Dans certains pays, il peut être nécessaire, pour des raisons de sécurité juridique, que la résiliation-compensation soit protégée par une législation spécifique afin de garantir que ce droit de *cherry picking* d'un mandataire judiciaire ne puisse pas affecter les stipulations convenues par les parties en matière de résiliation-compensation des transactions.

¹⁶ Les lois sur les jeux et les paris peuvent prévoir des restrictions sur les contrats de hasard, et ainsi sont susceptibles - par erreur - de couvrir les opérations sur dérivés, même si ces opérations sont conclues à des fins d'investissement ou de gestion des risques financiers. Il est important de s'assurer que les contrats financiers (comme les dérivés) ne sont pas concernés par ces lois

¹⁷ Comme les types de contreparties autres que les micro-entreprises, les petites et moyennes entreprises et les consommateurs

¹⁸ Tels que les contrats-cadres publiés par des associations qui représentent une industrie comme l'ISDA (pour les dérivés)

Par exemple, en France, un article du code monétaire et financier précise que la résiliation-compensation est valable en droit français. Un autre article de ce même code confirme que les dispositions en matière d'insolvabilité (notamment prévues dans le code de commerce) ne peuvent pas affecter l'application des dispositions en matière de résiliation-compensation prévues dans le code monétaire et financier. Dès lors, en faisant le choix d'écarter toutes les dispositions applicables en matière d'insolvabilité au lieu de faire le choix de simplement affirmer que les clauses stipulant la résiliation-compensation des transactions et les contrats de garanties financières seront valables dans certaines situations spécifiques, il est ainsi clair que le droit de l'insolvabilité ne peut être opposé pour contester la validité de la résiliation-compensation des transactions de dérivés.

Dans le cadre d'une activité sur produits dérivés, une marge (généralement appelée garantie financière) est souvent échangée pour atténuer le risque de contrepartie, c'est-à-dire le risque qu'une contrepartie à une transaction ou à un contrat manque à ses obligations contractuelles. Cette marge sert de filet de sécurité qui peut réduire le montant qu'une partie non défaillante est susceptible de réclamer à une contrepartie à la suite d'un défaut de cette dernière.

La compensation avec déchéance du terme et les garanties financières sont des concepts étroitement liés et interdépendants, et tous deux jouent un rôle important pour assurer la stabilité et la résilience du système financier¹⁹. Il est donc important qu'une loi sur la compensation traite non seulement de la compensation avec déchéance du terme, mais aussi des garanties financières. Une loi sur la compensation devra garantir que tout paiement ou tout transfert réalisé en application des garanties financières, effectué en vertu des clauses de résiliation-compensation pendant une période suspecte ne soit pas considérée comme une «préférence» et ne soit pas susceptible d'être considérée comme nulle ou pouvant être annulée, et ce à condition que ce paiement ou ce transfert de garantie ait été effectué à des conditions normales (c'est-à-dire dans le cours normal des affaires).

Le modèle de loi sur la compensation de 2018²⁰ publié par l'ISDA est destiné à aider les pays à élaborer une loi sur la résiliation-compensation. Il établit une liste des différentes questions en la matière, permettant aux législateurs d'apprécier si les concepts juridiques locaux utilisés pour définir le champ d'application du projet de loi sont compatibles avec son objectif général.

Une fois qu'un pays a défini le champ d'application de sa loi sur la résiliation-compensation, il doit ensuite s'assurer que cette compensation avec déchéance du terme est applicable en cas d'un événement de résiliation ou d'un cas de défaut, tant avant qu'après l'ouverture d'une procédure collective (ou procédure d'insolvabilité) - dans chaque cas, conformément aux termes des clauses contractuelles en la matière qui ont été convenues par les parties.

Il est important d'identifier et d'engager très tôt toutes les parties prenantes locales et internationales concernées afin de garantir l'efficacité et l'exhaustivité du processus de rédaction de la loi. En obtenant l'adhésion de tous les régulateurs locaux concernés (y compris les autorités de surveillance, les différents ministères chargés des marchés financiers et des textes en la matière et, éventuellement, les banques centrales ou les agences nationales de gestion de la dette), cela garantira la participation de tous les acteurs du marché local concernés, et ce tout au long du processus d'élaboration du texte.

¹⁹ Les contrats de garantie financière conclus sur les marchés de produits dérivés et les marchés financiers connexes supposent l'applicabilité de la compensation avec déchéance du terme comme condition préalable. La garantie financière est prise pour garantir l'exposition nette du preneur de la garantie dans le cadre d'un accord de compensation. La compensation avec déchéance du terme est donc la principale forme de réduction du risque de crédit utilisée sur le marché mondial des produits dérivés, et la garantie financière ne porte que sur l'exposition nette au risque de crédit qui subsiste. Après un défaut de paiement, la compensation avec déchéance du terme intervient en premier lieu et ce n'est qu'ensuite que la garantie financière est appliquée

²⁰ Le Model Netting Act et le Guide ISDA 2018, www.isda.org/2018/10/15/2018-model-netting-act-and-guide/

Les décideurs, les régulateurs et les législateurs disposent d'un certain nombre de ressources potentielles, comme celles des associations commerciales locales (en tant que représentants du marché local) et des associations du commerce international (en tant que représentants des marchés de capitaux internationaux). Il peut être intéressant d'impliquer ces associations, qui peuvent fournir des informations et une assistance précieuse pendant le processus de rédaction et peuvent également aider à coordonner l'intervention des parties prenantes.

Lors de la rédaction des textes législatifs, il peut être conseillé de faire participer aux discussions, dès le début, les principaux cabinets juridiques locaux qui ont une expertise spécifique en la matière (bien qu'un seul puisse généralement tenir la plume sur le projet de loi proprement dit). Il convient d'envisager de faire appel à un cabinet d'avocats international pour garantir la cohérence des projets locaux avec les normes internationales.

Lorsque les dispositions en matière de résiliation-compensation sont rédigées dans un pays, il conviendrait alors d'obtenir un avis juridique d'un cabinet d'avocats confirmant que la compensation avec déchéance du terme a un caractère exécutoire dans ce pays²¹. Les avis sur la compensation qui donnent une analyse positive sur le caractère exécutoire de la compensation avec déchéance du terme dans un pays donné apportent une sécurité juridique, créent des gains d'efficacité dans les transactions de produits dérivés et contribuent à accroître la confiance des entreprises internationales qui négocient avec des contreparties sur les marchés émergents. L'analyse selon laquelle la compensation est juridiquement exécutoire fournit également aux parties le fondement juridique pour considérer leurs expositions sur une base nette, leur permettant ainsi de mieux gérer le risque de crédit sur leurs contreparties²².

²¹ Les détails des avis de compensation fournis par l'ISDA sont disponibles sur le site web de l'ISDA à l'adresse www.isda.org/category/opinions/

²² Après la promulgation de la législation pertinente sur la compensation, il peut également être utile d'informer les magistrats locaux de la nouvelle législation et de leur fournir une formation au cas où des litiges impliquant des transactions financières complexes surviendraient ultérieurement

QUESTIONS RÉGLEMENTAIRES

Une réglementation appropriée des produits dérivés - notamment (i) en clarifiant les responsabilités des autorités compétentes en matière de surveillance du marché, (ii) en fixant des paramètres appropriés pour les acteurs du marché et concernant les produits, et (iii) en transposant efficacement et de manière proportionnée les règles mondiales en la matière - est essentielle pour renforcer les marchés de capitaux et la gestion des risques.

Déterminer l'autorité de régulation du marché

Chaque pays doit porter une attention particulière afin que soit identifiée de manière claire et compréhensible l'autorité responsable de l'ensemble des fonctions liées à la réglementation et à la supervision des produits dérivés. A cet égard, il s'agit notamment de déterminer l'autorité qui aura le pouvoir d'approuver le champ et le type d'activité de marché au sein du pays considéré, d'examiner les processus de gestion des risques et de gouvernance, et de suivre l'exposition aux risques des participants au marché.

Les cadres réglementaires des marchés développés ayant une activité importante dans le domaine des produits dérivés (tels que l'Union européenne, le Japon, le Royaume-Uni et les États-Unis) ont plusieurs points communs dans la manière dont l'activité du marché et les principaux acteurs du marché sont supervisés. Chaque pays dispose d'un régulateur du marché chargé de superviser l'activité du marché, ainsi que les déclarations réglementaires reçues (ou, dans le cas de certains pays, comme les États-Unis, de plusieurs régulateurs de marché). Chaque pays dispose également de superviseurs ou de régulateurs prudeniels chargés de surveiller des types spécifiques d'institutions (comme les banques, les intermédiaires en titres financiers ou en valeurs mobilières et les assureurs) et de fixer des règles en matière de capital et de marge pour ces établissements. Malgré ces thèmes communs, il existe des différences significatives, notamment en ce qui concerne le choix des régulateurs qui supervisent les différents segments du marché (comme aux États-Unis, avec notamment la SEC et la CFTC) et l'obligation pour les établissements d'être agréés ou enregistrés auprès des régulateurs.

Les pays des marchés émergents et en développement auront leurs propres approches - il n'existe pas de norme unique pour la surveillance des activités liées aux produits dérivés. Si un régulateur unique peut aider un pays à éviter des «trous» dans la raquette de supervision et de réglementation, il peut être difficile, voire non pertinent, de réunir sous un même toit l'ensemble des compétences requises pour une surveillance efficace. Dans ce cas, il peut être préférable de créer un organisme de surveillance qui coordonne efficacement le travail des différents organismes de réglementation. Le rôle de cet organisme de surveillance serait d'assurer une réglementation transparente et efficace et d'éviter les insuffisances réglementaires.

Champ d'application de l'activité de marché

Il convient également pour les décideurs des marchés émergents et en développement d'aborder le sujet de savoir s'il est approprié de limiter certains types d'activités financières à des catégories particulières d'acteurs du marché, sous réserve de conditions et de limitations appropriées, et ce par voie législative ou réglementaire.

Une telle approche peut être notamment motivée par le désir des décideurs de limiter l'activité des produits dérivés à la couverture des positions et de ne pas l'autoriser pour la "spéculation". Selon cette approche, les transactions qui couvrent le risque d'une exposition sous-jacente sont considérées comme acceptables, alors que les transactions qui permettent à un acteur du marché de prendre synthétiquement une exposition (qui ne couvre pas directement un risque sous-jacent) ne le sont pas.

Le principal problème de cette approche est qu'elle ne tient pas compte de la manière dont de nombreux acteurs du marché - y compris différents types d'institutions financières, comme les fonds de pension, les gestionnaires d'actifs, les assureurs et les banques - envisagent et gèrent leurs risques. Par exemple, un gérant d'actifs peut constater qu'il ne peut obtenir l'exposition qu'il souhaite à un actif particulier - dans le cadre de son approche globale de gestion de portefeuille - que par la conclusion d'un produit dérivé.

En outre, si on impose une réglementation trop restrictive aux banques et aux autres institutions financières - par exemple, en autorisant les produits dérivés uniquement pour couvrir un risque existant - , cela peut aboutir à l'effet inverse de l'objectif de la règle. En d'autres termes, restreindre l'utilisation d'instruments de gestion des risques pour les établissements financiers dont le modèle d'affaire est basé sur la gestion des risques d'un portefeuille plutôt que sur la gestion des risques sur base individuelle (en back to back) peut aboutir à augmenter le risque plutôt qu'à le réduire. Cela pourrait empêcher les institutions financières d'utiliser des produits dérivés (qui peuvent être plus efficaces que l'utilisation de produits cash) dans le cadre normal de leur gestion de leur actif-passif pour réduire les risques dans leurs bilans (par exemple, le risque de taux d'intérêt encouru en raison d'obligations ou de prêts à taux fixe).

Il est également important de comprendre que si les acteurs du marché n'ont pas la possibilité de prendre des positions "ouvertes", il est très peu probable qu'un marché puisse se développer. La capacité de stocker le risque agit comme l'essence dans un moteur - sans elle, le moteur ne démarre pas et ne fonctionne pas correctement. En outre, les institutions financières sont déjà confrontées au risque d'asymétrie et de taux d'intérêt par le biais de leurs instruments de trésorerie (produits cash). Les produits dérivés peuvent être et seront gérés de la même manière que ces instruments.

Les décideurs des marchés émergents et en développement peuvent avoir certaines inquiétudes compréhensibles en ce qui concerne les établissements qui, en principe, doivent gérer les risques de manière prudente et disposer des capacités de gestion des risques appropriées pour ce faire. Si de telles préoccupations existent, il est important que les décideurs et les acteurs du marché travaillent ensemble pour développer ces capacités. À défaut, ces pays pourraient subir des conséquences négatives sur leur potentiel de croissance et de développement. Les questions de gouvernance et de gestion des risques sont analysées plus en détail dans une autre partie de ce document. Il est néanmoins important de rappeler que les risques devront être en principe déjà déclarés dans le cadre des exigences en matière de ratios de fonds propres de Bâle et seront donc surveillés à tout moment.

Idéalement, les établissements financiers ne devraient pas être limités aux seules banques nationales. Il est important de permettre à divers types de contreparties, ayant des modèles d'affaire et des expositions au risque différents, de participer (y compris les contreparties étrangères), car cela augmentera les chances que des transactions soient conclues et que le marché se développe. Cela permettra également une réallocation plus fluide du risque dans le système entre les institutions.

L'une des façons dont certaines économies développées choisissent de traiter cette question est de n'autoriser que les participants les plus sophistiqués à s'engager dans des transactions de produits dérivés. Aux États-Unis, par exemple, seuls les «*eligible contract participants*» ("participants éligibles à la conclusion de dérivés", c'est-à-dire des entités répondant à certains critères financiers) peuvent s'engager dans des activités sur produits dérivés. Le marché américain des produits dérivés n'est pas accessible à la clientèle dite «de détail», autrement dit les clients non professionnels.

Les décideurs politiques peuvent souhaiter revoir continuellement les paramètres de la réglementation pour s'assurer que leurs marchés financiers se développent et que les établissements dans leurs pays sont en mesure d'optimiser la façon dont elles gèrent leurs risques à mesure que le développement des marchés se poursuit.

Règles de conduite

Les Etats ou unions d'Etats ayant une forte activité en matière de produits dérivés, notamment l'Union Européenne et les États-Unis, ont mis en place des règles de conduite internes et externes pour les intermédiaires et acteurs sur les produits dérivés.

Ces règles s'appliquent généralement aux intermédiaires en matière de produits dérivés et couvrent des questions telles que les conflits d'intérêts, la mise en place d'une fonction de conformité («compliance»), l'enregistrement des transactions, la conservation des enregistrements, la conformité, le maintien de politiques et de procédures de gestion des risques appropriées, les politiques de continuité des activités, les politiques et procédures de connaissance des contreparties, les normes de confidentialité et les critères d'adéquation des transactions à la contrepartie.

Si le faible niveau d'activité de négociation de produits dérivés sur les marchés émergents et en développement rend peu probable la mise en œuvre de normes de conduite professionnelle, cela ne signifie pas que les contreparties locales ne seront pas affectées par ces normes. En effet, un intermédiaire étranger qui doit respecter des normes de conduite professionnelle dans son pays d'origine demandera aux contreparties d'un autre pays de prendre certaines mesures (par exemple, le consentement à la déclaration de la transaction et à la fourniture des informations nécessaires à la catégorisation des contreparties).

Conditions d'enregistrement auprès des autorités

Certains pays ont adopté des règles obligeant les acteurs du marché dépassant un certain seuil d'activité en matière de produits dérivés (mesuré par l'encours du notionnel) à s'enregistrer auprès de l'autorité réglementaire compétente. L'objectif de ces réglementations est de garantir qu'un cadre de surveillance complet couvre les acteurs financiers du marché des produits dérivés et les autres acteurs de ce marché ayant une activité importante en matière de dérivés.

Compte tenu du faible niveau d'activité en matière de produits dérivés sur les marchés émergents et en développement, les exigences d'enregistrement pourraient avoir pour conséquence involontaire de réduire la liquidité et la stabilité en amenant les acteurs financiers et les conseillers en produits dérivés déjà réglementés à se retirer des marchés émergents et en développement ou à limiter considérablement leur exposition sur ces marchés. Les décideurs peuvent souhaiter éviter un tel impact en envisageant d'aligner leur approche sur celle de pays de taille comparable et avec des types de contreparties similaires.

Normes de comptabilité et de communication financière

Des normes comptables de haute qualité sont importantes pour toutes les contreparties qui négocient des produits dérivés. Les acteurs financiers et les contreparties suivent généralement les normes comptables exigées dans leur pays d'origine. Selon l'International Accounting Standards Board²³, 144 des 166 pays consultés (87 %) exigent l'utilisation des normes internationales d'information financière (IFRS) et environ 47 % du PIB mondial provient de pays qui utilisent ce cadre (les États-Unis représentant environ 16 %, avec les principes comptables généralement reconnus des États-Unis – US GAAP).

²³ L'International Accounting Standard Board (IASB) fournit des analyses et des profils détaillés pour 166 juridictions dans le monde. Voir Qui utilise les normes IFRS, www.ifrs.org/use-around-the-world/use-of-ifrs-standards-by-jurisdiction/#use-of-ifrs-standards-by-jurisdiction

La comptabilité relative aux transactions de couverture a pour but d'obliger les entreprises à représenter dans leurs états financiers l'impact de l'utilisation d'instruments financiers pour gérer les expositions à des risques particuliers qui pourraient affecter le compte de résultat (Profit & Loss). Elle traite donc du décalage comptable entre la dette (comptabilisée au coût amorti - l'élément couvert) et les dérivés (comptabilisés à la juste valeur - l'instrument de couverture) utilisés pour gérer le risque.

La comptabilité de couverture modifie la base normale de comptabilisation des bénéfices et des pertes (ou des produits et des charges) sur les instruments de couverture et les éléments couverts associés, de sorte que les deux sont comptabilisés dans le compte de résultat au cours de la même période comptable. Cette technique comptable élimine ou réduit la volatilité du compte de résultat qui se produirait autrement. La comptabilité dite de couverture est facultative, car son utilisation présente des avantages mais induit des coûts²⁴.

IFRS 7 Instruments financiers: Il est exigé la publication d'informations sur les instruments financiers détenus ou tenus par une entité et sur la nature et l'étendue des risques qui en découlent, tant en termes qualitatifs que quantitatifs. Les informations requises comprennent la valeur des instruments financiers (ceux évalués à la juste valeur et/ou au coût amorti), ainsi que des informations sur la nature et l'étendue des risques qui en découlent.

²⁴ Voir le rapport de PWC, IFRS 9, Instruments financiers - Comprendre les principes de base, www.pwc.com/gx/en/audit-services/ifrs/publications/ifrs-9/ifrs-9-understanding-the-basics.pdf

MISE EN ŒUVRE DES RÉFORMES DU G-20 SUR LES PRODUITS DÉRIVÉS

En réponse à la crise financière mondiale de 2008/2009, les pays du G20 ont lancé une initiative de réforme mondiale des marchés dérivés négociés de gré à gré (OTC). Cette réforme proposait cinq engagements majeurs²⁵:

- Exigences de marges obligatoires pour les dérivés non compensés;
- Compensation de dérivés OTC standardisés («clearing») par des chambres de compensation ou contreparties centrales (CCP);
- Négociation des dérivés compensés et standardisés sur des plateformes électroniques, le cas échéant;
- Déclaration obligatoire des informations sur les transactions conclues auprès de référentiels centraux («trade repositories»); et
- Exigences de capital plus élevées pour les dérivés non compensés.

Ces différents éléments sont présentés ci-après, y compris la manière selon laquelle ils pourraient être transposés de manière appropriée dans les marchés émergents et en développement.

Marges

Contexte

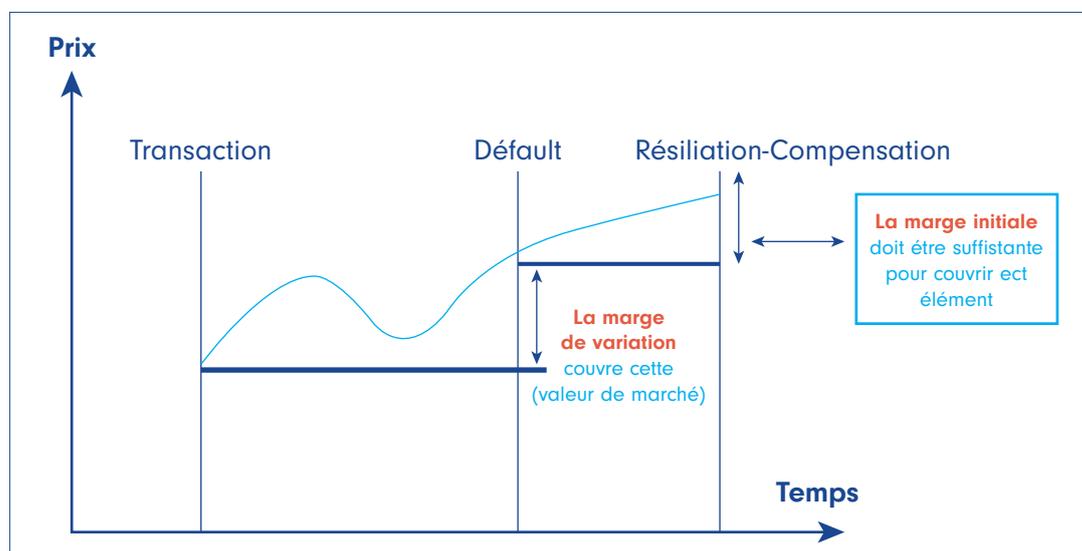
Le rôle principal de l'échange de marges, et d'un appel de marges, est d'atténuer le risque de contrepartie, c'est-à-dire le risque qu'une contrepartie à une transaction ou à un contrat manque à ses obligations contractuelles. De nombreuses institutions financières et d'autres acteurs en matière de dérivés ont toujours exigé de leurs contreparties qu'elles transfèrent des marges pour atténuer le risque de crédit, mais la crise financière a mis en évidence des lacunes et des failles à cette approche essentiellement contractuelle. Dans le cadre des réformes du G20, le comité de Bâle (BCBS) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV ou IOSCO) ont créé un groupe de travail sur les exigences de marge afin de formuler des normes mondiales en la matière, à mettre en œuvre de manière progressive.

Dans ce cadre, il a été demandé de mettre en œuvre des marges réglementaires obligatoires pour les produits dérivés non compensés, qui ont deux composantes: IM (les marges initiales ou initial margin) et VM (les marges de variation ou variation margin). La VM doit être transférées quotidiennement et reflète l'exposition actuelle (bénéfice ou perte) de chaque contrepartie par rapport à la valorisation précédente. Ces valorisations quotidiennes (appelées «mark-to-market») réduisent le risque de contrepartie par la collecte d'actifs liquides pour couvrir l'exposition à cette contrepartie.

Les contreparties sont également obligées de calculer le montant de l'IM applicable de manière régulière et pour chaque contrepartie. L'IM est transféré pour couvrir la perte potentielle pouvant résulter des fluctuations de la valeur de marché des positions sur des dérivés entre le dernier échange de marges de variation avant la défaillance d'une contrepartie et le moment où les transactions sont remplacées ou bien où le risque correspondant est couvert (voir le graphique B).

²⁵ Margin requirements for Non-centrally Cleared Derivatives, BCBS et Organisation internationale des commissions de valeurs, www.bis.org/bcbs/publ/d317.pdf

Chart B: Understanding IM and VM



La réglementation sur les marges oblige les parties à transférer ou à collecter les IM seulement lorsqu'un seuil consolidé d'IM au niveau d'un groupe est atteint. L'IM doit être déposé sur un compte séparé et ségrégué, par exemple auprès d'un dépositaire tiers («Custodian»), et ne peut être réutilisé (c'est-à-dire utilisé par la partie qui reçoit l'IM).

La VM est principalement fournie en espèces, tandis que l'IM est principalement constituée d'obligations émises par des États. Les transferts d'IM et de VM qui sont inférieurs à un montant minimum de transfert (Minimum Transfer Amount - MTA) ne sont pas obligatoires, et des seuils de MTA ont été fixés dans les principaux pays. Dans le cadre du régime dit EMIR de l'UE, par exemple, le montant minimum de transfert autorisé est de 500 000 € pour la VM et l'IM. Les parties peuvent convenir de la manière de répartir le MTA en pratique - par exemple, ce montant peut être entièrement affecté à la VM si les contreparties n'ont pas d'obligation de déposer de l'IM. Elles peuvent également convenir d'utiliser un MTA inférieur au maximum autorisé. En d'autres termes, les entités peuvent fixer un MTA inférieur lorsque les règles applicables dans différents pays s'appliquent et ainsi, afin de se conformer à diverses limites de MTA exprimées dans différentes devises.

Dans le cadre de la réglementation sur les marges, la plupart des contreparties sont tenues de déposer des marges dans les deux sens, de sorte que les deux parties déposent des IM bruts l'une envers l'autre et échangent ensuite des VM en fonction des conditions du marché, avec l'une des parties - qui est toujours «dans la monnaie» («in the money») - recevant la VM et l'autre contrepartie étant «hors la monnaie» («out of the money») devant transférer la VM. Auparavant, seule la contrepartie qui n'était pas un grand acteur financier (dealer) postait généralement des IM (en fonction de la perception par le dealer de son risque de crédit sur cette contrepartie) et les deux parties échangeaient de la VM en fonction des évolutions des valorisations.

Selon le dernier rapport d'étape du FSB sur la mise en œuvre des réformes des marchés de dérivés²⁶, 16 parmi les 24 pays membres du FSB ont mis en place des exigences en matière de marges des produits dérivés non compensés.

²⁶ Voir FSB, OTC Derivatives Market Reforms Implementation Progress in 2021, www.fsb.org/2021/12/otc-derivatives-market-reforms-implementation-progress-in-2021/. Selon le rapport du FSB, parmi les 16 pays qui ont mis en œuvre des réformes des marges, on trouve l'Australie, le Brésil, le Canada, l'UE (y compris la France, l'Allemagne, l'Italie, les Pays-Bas et l'Espagne, qui sont comptés individuellement). L'Argentine, la Chine, l'Inde, l'Indonésie, le Mexique, la Russie, l'Afrique du Sud et la Turquie n'ont pas mis en œuvre de régime de marge.

Marges sur les marchés émergents et en développement

Lorsqu'il s'agit de considérer la manière dont il convient de mettre en œuvre des règles en matière de marge sur les marchés émergents et en développement, plusieurs éléments clés méritent d'être mentionnés. Il s'agit notamment du champ d'application des règles et des questions liées au dépôt de garanties dans les pays où la compensation des expositions n'est pas juridiquement exécutoire.

En ce qui concerne le champ d'application, le cadre réglementaire publié par BCBS-IOSCO s'applique largement aux établissements financiers et aux contreparties non financières d'importance systémique²⁷. Les entités non financières qui ne sont pas d'importance systémique sont exclues du champ parce que leurs transactions sont considérées comme posant peu ou pas de problèmes systémiques et n'ont pas l'obligation d'être compensées auprès d'une chambre de compensation. Sont également exclus des règles en matière de marges les États, les banques centrales, les banques multilatérales de développement et la BRI (Banque de règlements internationaux).

Il est important de noter que le cadre réglementaire mentionné ci-dessus fixe un plancher (8 milliards d'euros pour le montant notionnel total moyen des produits dérivés non compensés) en dessous duquel l'échange d'IM n'est pas requis. Ces deux dispositions ont été largement intégrées dans les règles adoptées par chaque pays ayant des niveaux significatifs d'activité sur les produits dérivés.

Les règles relatives aux marges s'appliquent généralement aux transactions transfrontalières, de sorte qu'une entité soumise à des exigences en matière de marges dans son pays d'origine devra s'y conformer lorsqu'elle conclura des produits dérivés avec une contrepartie située dans un autre pays. Cela comprend aussi, et généralement, les transactions conclues par une succursale étrangère d'un établissement. De nombreux pays vont plus loin et appliquent ces règles à une entité étrangère qui est garantie par, ou encore dans certains cas détenue par, une institution nationale. Ainsi, compte tenu du nombre de régimes en place en matière de marges et de la nature transfrontalière des marchés de produits dérivés, il est probable que de nombreuses transactions avec des entités des marchés émergents et en développement sont déjà soumises à des exigences réglementaires en matière de marges.

Toutefois, les décideurs des principaux marchés de produits dérivés ont introduit des exemptions partielles ou totales des exigences en matière d'échange de marges pour les transactions avec des contreparties situées dans des pays qui n'ont pas assurée l'efficacité légale de la résiliation-compensation. Dans certains cas, cela s'est traduit par des exemptions des règles de marges obligatoires, qui peuvent ne s'appliquer que dans des circonstances limitées. Dans d'autres pays, cela a conduit à des exigences plus lourdes - par exemple, l'obligation de collecter une marge brute auprès d'une contrepartie située dans un pays sans disposition légale en matière de résiliation-compensation. Ce traitement est susceptible d'entraîner une réduction spectaculaire de l'activité de négociation des dérivés avec des contreparties situées dans des pays qui ne prévoient pas de disposition légale en matière de résiliation-compensation, et ce jusqu'à ce qu'elles adoptent une législation garantissant le caractère exécutoire de la résiliation-compensation.

Selon les règles en matière de marges applicables dans l'UE, les contreparties soumises à l'obligation d'échanger des marges sont exemptées de l'obligation de transférer des marges auprès de contreparties situées dans des pays ne prévoyant pas de règles en matière de résiliation-compensation des transactions. Si certaines conditions supplémentaires sont remplies, ces contreparties dans l'UE n'ont également pas l'obligation de collecter des marges auprès de ces contreparties hors de l'UE. En vertu des règles japonaises sur les marges, les opérations sur dérivés de gré à gré avec des contreparties situées dans des pays ne prévoyant pas de dispositions en matière de résiliation-compensation sont totalement exemptées des exigences en matière de marges.

²⁷ Les courtiers en produits dérivés ont souvent exigé des marges de leurs contreparties avant l'imposition de la réglementation et peuvent chercher à atténuer le risque de crédit des contreparties exclues des exigences

Avant d'envisager l'échange d'IM de manière bilatérale, certaines conditions doivent être remplies:

- Mettre en œuvre un régime clair en matière de résiliation-compensation des transactions;
- Veiller à ce que le cadre réglementaire prévoit des dispositions en matière de conclusion de contrats pour la mise en place d'IM - par exemple, en prévoyant un régime solide relatif au caractère exécutoire des garanties financières y compris pour les IM;
- Développer des marchés de produits dérivés avec un nombre suffisant de produits standardisés;
- Disposer d'un marché des garanties financières liquide et efficace, sans restrictions excessives; et
- Développer les capacités de gestion des garanties financières des institutions financières locales.

Une fois que les décideurs d'un pays se sont assurés du caractère exécutoire de la résiliation-compensation dans ce pays, ils peuvent également envisager d'imposer des exigences de marges conformément au cadre stratégique du BCBS-OICV - par exemple, s'il existe un marché national de produits dérivés auquel les normes internationales ne s'appliquent pas.

Notez que les acteurs sur les marchés des produits dérivés qui effectuent des transactions avec des contreparties dans des marchés émergents et en développement (situées dans des pays n'ayant pas de règles en matière de résiliation-compensation des transactions) incluent généralement des clauses contractuelles en matière de marges.

Ainsi, même avant l'imposition du cadre mondial sur les marges, les acteurs financiers échangeaient régulièrement des VM avec les contreparties-clientes, y compris pour des transactions transfrontalières.

Capital

Contexte

Depuis la crise financière mondiale, les décideurs et les acteurs du marché se sont efforcés d'augmenter le niveau de capital dans le système financier afin d'en renforcer sa résilience. Les fonds propres des banques ont ainsi augmenté d'environ 2 000 milliards de dollars au cours de la dernière décennie (mesurés par les fonds propres de base de premier niveau dits «tier one»).

L'un des principaux objectifs des réformes du G20 était de faire en sorte que les niveaux de capital requis pour les transactions non compensées soient supérieurs à ceux des transactions compensées, facilitant ainsi la migration des transactions vers les chambres de compensation. Le principal moyen pour réaliser cet objectif a été l'élaboration de Bâle III, qui révisait le traitement du risque de marché, du risque de crédit de la contrepartie et le traitement de l'exposition aux chambres de compensation (CCP). Avec la mise en œuvre d'exigences en matière de capital et de marges, la plupart des produits dérivés dans les principaux pays sont désormais compensés par des chambres de compensation.

¹ The global data is collected from all major central counts

² ISDA-Clarus RFR Adoption Indicator White Paper: www.xxxxxxxx

Capital dans les marchés émergents et en développement

Bâle III vise les grandes banques internationales des économies avancées, et son champ d'application s'étend bien au-delà des produits dérivés. Le travail de l'ISDA dans ce domaine se concentre principalement sur des analyses et des recommandations dans le cadre de l'élaboration de principes généraux (des normes ou des standards) relatifs au «portefeuille de négociation» des banques («trading book» qui couvre généralement les activités de dérivés), et non à l'établissement de règles en matière de «portefeuille bancaire», termes qui couvrent généralement les activités de prêt des banques.

Dans les économies les plus importantes et les plus développées, on estime que les actifs relatifs au portefeuille de négociation représentent 10 à 20 % du total des actifs d'une banque²⁸. Ces pourcentages sont probablement beaucoup plus faibles - et la taille relative du portefeuille bancaire plus importante - pour les banques et les institutions financières des marchés en développement et émergents.

Les décideurs et les acteurs ont souligné la nécessité d'instaurer une règle de proportionnalité dans la manière dont les marchés émergents et en développement pourraient appliquer les normes mentionnées ci-dessus dans leurs pays. Comme l'ont noté le BCBS et le Groupe consultatif du Comité de Bâle²⁹: «Les pratiques de surveillance devraient être proportionnées au profil de risque et à l'importance systémique des banques surveillées.» L'adoption des normes de Bâle III est facultative pour la plupart des marchés émergents et en développement et la plupart des pays dans ces marchés ne les ont pas adoptées.

Les pays émergents et en développement sont, bien entendu, déterminés à préserver la stabilité financière, tout en maintenant l'accès aux marchés de capitaux internationaux et en favorisant la croissance des économies locales. Comme le note un rapport du Centre pour le développement global - Center for Global Development³⁰:

«La capacité de couvrir les risques est d'une grande importance pour les banques qui financent les infrastructures. Par conséquent, l'accès aux marchés des dérivés est essentiel, et les réformes réglementaires dans ce domaine peuvent avoir un impact important. Si l'effet possible de Bâle III et d'autres réformes réglementaires sur le rôle des banques sur les marchés des produits dérivés a été largement débattu, aucun consensus clair n'a été dégagé. Nous encourageons donc la poursuite des recherches dans ce domaine et le suivi attentif des évolutions.»

Pour les transactions de petite taille dans le portefeuille de négociation, il existe des méthodologies simplifiées prescrites par la réglementation pour la capitalisation du risque de marché et de crédit de la contrepartie. Ces méthodologies sont généralement calibrées de manière conservatrice par rapport aux approches plus avancées. Au fur et à mesure que les autorités de surveillance et les institutions financières locales développent leurs marchés de produits dérivés, il pourrait être avantageux d'utiliser des approches plus avancées et plus sensibles au risque, ce qui pourrait entraîner une réduction des fonds propres requis pour ces transactions dans le portefeuille de négociation des banques. Cela pourrait favoriser davantage le développement des produits dérivés sur des marchés en alignant mieux les fonds propres sur le risque sous-jacent.

²⁸ Voir Finance and Economics Discussion Series (Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, DC), www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2019005r1pap.pdf, pour une analyse sur les actifs du secteur bancaire américain

²⁹ Voir la déclaration conjointe BCBS-BCG sur la proportionnalité, www.bis.org/publ/bcbs_n123.htm

³⁰ Voir le rapport du groupe de travail du Center for Global Development intitulé Making Basel III Work for Emerging Markets and Developing Economies, www.cgdev.org/sites/default/files/making-basel-iii-work-emerging-markets-developing-economies.pdf

Un document de 2018 de l'Institut de stabilité financière de la BRI³¹ a interrogé 100 pays qui ne sont pas membres du BCBS pour déterminer dans quelle mesure et dans quelles limites ces pays ont adopté les principales exigences prudentielles de Bâle, et s'ils les ont appliqués la manière dont ils ont appliqué le principe de proportionnalité. L'étude a constaté que les 100 pays ont tous adopté un régime de fonds propres fondé sur le risque (Bâle I, III ou III). Cinquante-quatre pays ont adopté des règles en matière de ratio de couverture des besoins de liquidités, et 27 pays ont mis en œuvre des règles locales en matière de liquidité. Le rapport note qu'il y a une demande de la part des pays non-membres du BCBS pour plus de clarté sur l'application du principe de proportionnalité.

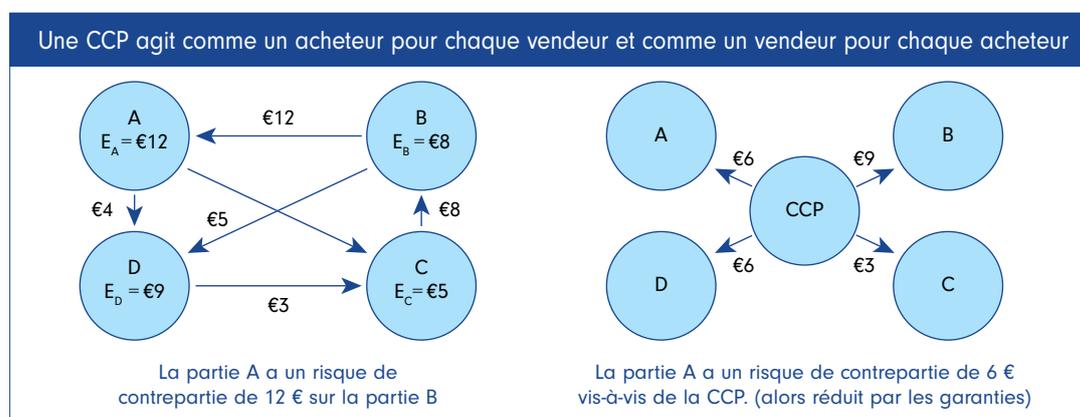
Compensation centrale («clearing»)

Contexte

Une autre réforme introduite par le G-20 a été l'obligation de compenser les produits dérivés standardisés par des contreparties centrales (CCP ou chambres de compensation). Aujourd'hui, la plupart des produits dérivés sont compensés dans les principaux pays³².

Une transaction compensée est une opération dans laquelle une transaction entre deux contreparties est transformée en une opération dans laquelle chaque contrepartie fait face à la CCP (voir le graphique C). Les contreparties qui sont membres compensateurs font directement face à la CCP, tandis que celles qui ne le sont pas (y compris les clients finaux) font face à la CCP par le biais d'un intermédiaire (un membre compensateur).

Graphique C: Comprendre la compensation



La compensation centrale présente un certain nombre d'avantages: elle permet de réduire les expositions, la complexité, la transparence et le risque de contrepartie. Les contreparties centrales ont recours à diverses pratiques de gestion et d'atténuation des risques, notamment l'obligation de déposer une marge et la détention de ressources supplémentaires sous la forme d'un fonds commun en cas de défaut (le fonds de défaut).

³¹ Le document de l'Institut de stabilité financière est disponible à l'adresse www.bis.org/fsi/publ/insights11.pdf

³² Selon le rapport du FSB intitulé OTC Derivatives Market Reforms Implementation Progress in 2021, 17 des 24 juridictions membres du FSB ont mis en place un cadre exigeant une compensation obligatoire. Les juridictions membres du CSF qui étudient l'imposition d'un cadre de compensation ou qui ont développé un cadre de compensation obligatoire sont les suivantes: Les pays qui ont adopté des politiques de compensation sont l'Arabie saoudite, l'Argentine, l'Inde, l'Indonésie, la Russie et la Turquie, www.fsb.org/2021/12/otc-derivatives-market-reforms-implementation-progress-in-2021/

Dans les économies développées où l'activité sur les produits dérivés est importante, la réglementation prévoit les types d'établissement et le type de produits concernés par l'obligation de compenser auprès d'une CCP. Aux États-Unis et dans l'Union européenne, les contreparties financières sont généralement soumises à l'obligation de compensation pour des produits standardisés. Les petits établissements financiers dont les actifs sont inférieurs à 10 milliards de dollars en sont exemptés aux États-Unis, et il existe actuellement des exceptions dans l'Union européenne pour les fonds de pension. Les contreparties non financières sont généralement exemptées de l'obligation de compensation, sauf si leur activité en matière de produits dérivés dépasse un certain seuil.

Compensation centrale («clearing») dans les marchés émergents et en développement

Les exigences de compensation obligatoire pourraient ne pas être un outil approprié dans les juridictions où le marché des produits dérivés est relativement petit et où les contrôles des échanges sont limités, car les produits dérivés sur ces marchés pourraient ne pas être suffisamment normalisés. Il se peut également que la profondeur du marché ne soit pas suffisante pour établir une contrepartie centrale bien gérée et rentable. L'ISDA recommande à ces juridictions de se concentrer sur la mise en œuvre de dispositions légales en matière de résiliation-compensation avant de demander de mettre en œuvre une obligation de compensation auprès de CCP. Un régime de résiliation-compensation fiable permettra le développement de marchés de produits dérivés plus liquides et normalisés³³.

L'objectif prédominant de la compensation centrale et de l'échange de MI est de réduire le risque systémique, au prix de la mise en place d'une infrastructure de marché supplémentaire. Les petits marchés de produits dérivés sont peu susceptibles de présenter un risque systémique et peuvent ne pas être assez importants pour supporter une contrepartie centrale dédiée. La compensation centrale sur des marchés de produits dérivés de petite taille ou fermés présente des difficultés supplémentaires. Dans certains cas, l'échange bilatéral d'IM pour les produits dérivés non compensés peut être un moyen plus efficace et efficient de réduire le risque systémique.

Dans son rapport intitulé OTC Markets and Derivatives Trading in Emerging Markets, l'OICV recommande ainsi qu'il conviendrait que «les pays dont les marchés sont relativement petits et non complexes n'aient pas besoin de procéder à une compensation centrale des transactions, car cela pourrait leur imposer un coût considérable»³⁴.

Les pays dont les marchés financiers sont petits ou fermés ne bénéficieront pas des gains d'efficacité liés à l'utilisation de contreparties centrales mondiales pour un certain nombre de raisons. Ces contreparties centrales mondiales ne seraient pas en mesure de régler les flux de marges dans la monnaie locale non-convertible, les entreprises locales pourraient être trop petites pour répondre aux critères d'accès et les garanties locales pourraient ne pas être éligibles à la contrepartie centrale mondiale. La mise en place d'une CCP locale pourrait être très inefficace pour un petit pays et poser des problèmes aux marchés en développement, tels que des coûts fixes élevés.

Avant que l'obligation de compensation centrale ne soit envisagée, certaines conditions nécessaires doivent être satisfaites³⁵, notamment:

- Veiller à ce que le cadre juridique favorise la compensation centrale - par exemple, en assurant la finalité du règlement pour les transactions compensées;

³³ Voir ISDA, Clearing in Smaller or Closed Jurisdictions, www.isda.org/a/tsvEE/ITC-Small-Jurisdictions-final.pdf

³⁴ Voir IOSCO, OTC Markets and Derivatives Trading in Emerging Markets, www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD330.pdf

³⁵ FSB, Progrès dans la mise en œuvre des réformes du marché des produits dérivés de gré à gré en 2021, www.fsb.org/2010/10/fsb-report-on-implementing-otc-derivatives-market-reforms/

- Développer les marchés de produits dérivés avec un nombre suffisant de produits standardisés; et
- Disposer d'un marché des garanties liquide et efficace, sans restrictions excessives.

La gestion des risques d'une contrepartie centrale est impossible sans un régime efficace de résiliation-compensation. Il est donc impératif de mettre en place un régime de résiliation-compensation.

Bien que ces points concernent les produits dérivés, les mêmes questions s'appliquent à la compensation centrale des pensions livrées (repos), notamment en ce qui concerne le coût - il doit y avoir un marché suffisamment important pour payer la mise en œuvre d'une contrepartie centrale avec un cadre de gestion des risques approprié. La compensation des pensions livrées présente les défis supplémentaires suivants:

- La contrepartie centrale ne doit pas seulement protéger les mouvements au prix du marché, mais aussi s'assurer que les montants notionnels et que les garanties sont transférés au début et au moment du règlement d'une transaction;
- En raison du règlement du montant notionnel, la gestion de la liquidité d'une CCP de transactions portant sur des repos est plus difficile que pour les produits dérivés. Idéalement, une «CCP repos» aura accès à la liquidité de la banque centrale ou pourra au moins déposer des liquidités IM à la banque centrale;
- Le recouvrement et la résolution sont différents et potentiellement plus difficiles pour les pensions que pour les produits dérivés; et
- Il pourrait y avoir un risque de fausse route en matière de risque si les acteurs du marché des pensions utilisent des garanties émises dans leur pays. La qualité de crédit des garanties et des participants au marché est en effet susceptible d'être très corrélée.

Déclaration des transactions («Reporting»)

Contexte

La déclaration des transactions sur produits dérivés est un élément clé des réformes des produits dérivés du G20, car elle renforce la transparence et permet aux régulateurs de mieux identifier et surveiller les risques. Selon le CSF, 23 des 24 juridictions membres ont mis en œuvre des obligations de déclaration complètes³⁶.

Il existe deux types de déclaration des produits dérivés. La première est la déclaration réglementaire, c'est-à-dire la déclaration des transactions par les contreparties aux autorités de réglementation ou de surveillance de la juridiction concernée. Au cours de la dernière décennie, les pays ont mis en œuvre des exigences de déclaration des transactions de produits dérivés de différentes manières.

Certaines exigent que les deux contreparties à une transaction déclarent celle-ci, tandis que d'autres n'en exigent qu'une seule (la contrepartie responsable de la déclaration étant précisée dans la réglementation).

³⁶ FSB, Progrès dans la mise en œuvre des réformes du marché des produits dérivés de gré à gré en 2021, www.fsb.org/2010/10/fsb-report-on-implementing-otc-derivatives-market-reforms/

La seconde est la déclaration au public des transactions, ainsi que des prix auxquels elles sont exécutées. Ce type de déclaration a été mis en œuvre dans plusieurs grandes juridictions où le nombre de transactions est important (comme l'UE et les États-Unis). Toutefois, les États-Unis autorisent le report de la déclaration publique pendant un certain temps, en fonction de la taille des transactions, afin de maintenir et d'améliorer la liquidité fournie par les teneurs de marché.

Sur les marchés émergents et en développement, le nombre limité de transactions exécutées, associé à la nature - sur mesure - des transactions de produits dérivés (c'est-à-dire que la taille, la durée, les taux de référence et d'autres facteurs sont déterminés individuellement pour chaque transaction), signifie que la déclaration publique sera difficile et ne fournira probablement pas de données significatives. La transparence pré-négociation peut être obtenue plus facilement en demandant des cotations à plusieurs entreprises, soit bilatéralement, soit via des plateformes de négociation électronique.

Déclarations pour les marchés émergents et en développement

L'obligation réglementaire de déclaration est importante pour les marchés émergents et en développement afin de permettre un suivi approprié des risques. Le défi consiste à mettre en place un système qui permette la transparence réglementaire d'une manière efficace et significative.

L'établissement d'un référentiel central (trade repository) dans chaque marché émergent et en développement constituerait un effort coûteux et redondant qui aurait probablement un impact négatif sur le développement de marchés de gestion des risques. Une solution potentielle consisterait à ce que les régulateurs des marchés émergents et en développement signent des protocoles d'accord (de type MoU) avec les régulateurs des principaux marchés mondiaux (où la quasi-totalité des grands acteurs en matière de négociation de produits dérivés sont situés), ce qui permettrait d'accéder aux informations sur les transactions de produits dérivés impliquant des contreparties domiciliées dans leurs pays.

Dans ce cas, les acteurs d'un marché local déclareraient leurs transactions à un référentiel central existant, qui transmettrait ensuite les données aux autorités de réglementation de la juridiction. Les régulateurs et les participants au marché pourraient ainsi tirer parti de l'infrastructure et des systèmes existants d'un référentiel central. Cela impliquerait de déterminer l'entité qui fournirait les données pertinentes à l'autorité de réglementation des marchés émergents et en développement (soit le référentiel central pertinent, soit l'autorité de réglementation).

Les régulateurs des marchés émergents et en développement pourraient également mettre en œuvre des règles exigeant que les établissements sur lesquelles ils ont autorité leur déclarent directement les transactions, évitant ainsi les coûts et la complexité de la mise en œuvre d'un référentiel central. Si les régulateurs des marchés émergents et en développement choisissent cette approche, il sera important de préciser la ou les contreparties déclarantes et les données qu'elles doivent fournir.

Les autorités locales devraient également envisager l'utilisation des standards mondiaux relatifs aux données à déclarer, telles que les éléments de données critiques spécifiés par le Comité sur l'infrastructure des paiements et des marchés et l'OICV³⁷.

³⁷ Voir le document Harmonisation of Critical OTC Derivatives Data Elements (other than UTI and UPI) du Committee on Payments and Markets Infrastructure et de l'OICV www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD598.pdf

Exécution des transactions

Contexte

Les réformes du G20 ont également demandé que les produits dérivés de gré à gré standardisés soient négociés sur des plates-formes de négociation électronique (des bourses ou autres types de marchés organisés), lorsque cela est adapté, et ce afin de prévenir les abus de marché et d'améliorer la transparence du marché - à la fois la transparence pré-négociation, qui permet aux contreparties de mieux comparer les prix avant d'exécuter une transaction, et la transparence post-négociation, qui permet aux contreparties de voir les prix auxquels les transactions ont été exécutées.

Les principaux pays ont mis en place des règles en matière d'exécution des transactions, généralement pour des transactions ayant l'obligation d'être compensées, qui sont liquides et suffisamment standardisées pour permettre cette méthode de négociation via des plateformes. Dans l'UE et aux États-Unis, environ 50 % à 60 % de l'activité globale des dérivés sur taux d'intérêt (y compris les transactions faisant l'objet d'une obligation de compensation auprès d'une CCP et ceux n'ayant pas cette obligation) sont actuellement négociés sur une plateforme. Selon le FSB³⁸, 13 pays membres du FSB disposent de plateformes de négociation et de bourses opérant dans leurs pays.

D'une manière générale, ces plates-formes et ces lieux d'exécution offrent la possibilité de négocier certains types d'instruments libellés dans les devises les plus liquides.

Les autres transactions (non négociées sur plateforme) sont négociées et conclues de manière bilatérale. Il peut s'agir de produits dérivés non soumis à des exigences de compensation centrale obligatoires (auprès d'une CCP - clearing) ou non compensés de manière volontaire (les parties pouvant souhaiter compenser telle ou telle transaction auprès d'une CCP). Ces produits dérivés peuvent également ne pas avoir une liquidité suffisante pour être soumis à une obligation de négociation sur une plateforme et/ou impliquer des contreparties exemptées de l'obligation de négocier ces transactions sur une plateforme. Par exemple, une plateforme américaine de premier plan permet aux contreparties de négocier des produits dérivés dans environ vingt-quatre devises sur les quelque 180 qui existent actuellement.

Exécution des transactions sur les marchés émergents et en développement

Trois questions majeures se posent aux décideurs des marchés émergents et en développement lorsqu'ils envisagent de mettre en œuvre une obligation de négociation/d'exécution des transactions sur une plateforme de négociation (ou bourse).

Les deux premières concernent la possibilité de rendre obligatoire la négociation électronique (e-trading) au sein de leurs pays. Cela impliquerait: a) la détermination du type de produits visés par cette obligation; et b) la mise en place de lieux de négociation dans leurs pays. Étant donné le faible volume d'activités liées aux produits dérivés dans les pays des marchés émergents et en développement, une obligation de négociation électronique pourrait ne pas être réalisable. Tous les pays du G-20 ne disposent pas actuellement de plates-formes de négociation électronique et seules six d'entre elles ont identifié les produits qui doivent être négociés/exécutés sur ces plates-formes.

La troisième question est celle de savoir si l'activité en matière de dérivé d'une contrepartie située dans un marché émergent ou en développement doit être exécutée sur une plateforme existante dans un autre pays. Ce choix dépendra de plusieurs facteurs clés - comme par exemple: la contrepartie répond-elle aux critères d'éligibilité contenus dans les règles de fonctionnement de la plateforme et la plateforme répertorie-t-elle le type de produits dérivés que la contrepartie doit utiliser?

³⁸ FSB, Progrès de la mise en œuvre des réformes du marché des produits dérivés de gré à gré en 2021, www.fsb.org/2010/10/fsb-report-on-implementing-otc-derivatives-market-reforms/

GESTION ET GOUVERNANCE DES RISQUES

Si les dérivés permettent aux acteurs du marché de gérer plus efficacement les risques auxquels ils sont exposés dans le cours normal de leurs activités, ils exigent également des établissements qui les utilisent qu'ils comprennent, mesurent et gèrent les risques que ces instruments présentent. Cette capacité à comprendre, mesurer et gérer et celle d'apporter des améliorations continues à la gestion des risques sont des facteurs importants pour le développement des marchés de capitaux.

Assurer le développement, la mise en œuvre et l'étalonnage périodique des politiques et pratiques de gestion des risques à un niveau adapté à la nature, à la taille et à la complexité des activités de gestion des risques d'un établissement fait partie des questions les plus importantes que les acteurs du marché et que les régulateurs doivent aborder.

Cela implique l'engagement actif du conseil d'administration de l'établissement concerné, de sa direction générale et du personnel responsable (c'est-à-dire le personnel responsable de l'exécution, de l'évaluation, de la rédaction de rapports et de l'audit des transactions et des risques liés aux produits dérivés).

Rôle du conseil d'administration

Le conseil d'administration d'une entreprise doit comprendre, approuver et revoir en permanence ses politiques de gestion des risques. Ces politiques doivent définir le champ des activités de l'établissement en matière de produits dérivés, les raisons pour lesquelles elle souhaite conclure ces transactions, son exposition admissible au risque de marché et au risque de crédit, ainsi que ses procédures et contrôles en matière de risque.

Comme l'indique la Business Roundtable dans ses Principes de gouvernance d'entreprise³⁹: "La fonction de surveillance du conseil d'administration englobe un certain nombre de responsabilités, notamment... la définition de l'appétit de la société pour le risque, l'examen et la compréhension des principaux risques et la surveillance des processus de gestion des risques. Le conseil d'administration supervise le processus d'identification et de gestion des risques importants auxquels la société est confrontée. Le conseil d'administration et la direction générale doivent s'accorder sur l'appétit pour le risque de l'entreprise, et le conseil d'administration doit s'assurer que les plans stratégiques sont cohérents avec cet appétit. Le conseil d'administration doit établir une structure pour superviser les risques, déléguer les responsabilités aux comités et superviser la désignation des personnes responsables de la gestion des risques."

De nombreux établissements assument ces responsabilités par l'intermédiaire du comité d'audit ou du comité d'audit et des finances de leur conseil d'administration. Comme l'indique un rapport de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE)⁴⁰: "En règle générale, la fonction de gestion des risques au sein du conseil d'administration se retrouve au sein du comité d'audit, ce qui reflète une pratique courante et/ou des exigences législatives. La directive européenne sur le contrôle juridique des comptes impose aux comités d'audit de surveiller l'efficacité des systèmes de contrôle interne, d'audit interne le cas échéant, et de gestion des risques de la société, et des règles similaires existent dans le monde entier."

³⁹ Voir les principes de gouvernance d'entreprise de la Business Roundtable, <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/09/08/principles-of-corporate-governance/>

⁴⁰ Organisation de coopération et de développement économiques, Gestion des risques et gouvernance d'entreprise, www.oecd.org/daf/ca/risk-management-corporate-governance.pdf

Aux États-Unis, le guide de la Bourse de New York des sociétés cotées précise ce qui suit⁴¹: “Bien qu’il incombe au président et à la direction générale d’évaluer et de gérer l’exposition aux risques d’une société cotée, le comité d’audit doit débattre des directives et des politiques qui régissent le processus de gestion de ces risques. Le comité d’audit doit discuter des principaux risques financiers auxquels est exposée la société cotée et des mesures prises par la direction pour surveiller et contrôler ces risques. Le comité d’audit n’est pas tenu d’être le seul organe responsable de l’évaluation et de la gestion des risques, mais, comme indiqué ci-dessus, le comité doit débattre des directives et des politiques qui régissent le processus par lequel l’évaluation et la gestion des risques sont effectuées. De nombreuses sociétés, en particulier les établissements financiers, gèrent et évaluent leurs risques par le biais de mécanismes autres que le comité d’audit. Les processus que ces établissements ont mis en place doivent être examinés de manière générale par le comité d’audit, mais ils ne doivent pas être remplacés par le comité d’audit.”

Les décideurs, les régulateurs, les bourses et d’autres entités à travers le monde ont adopté des approches similaires. Par exemple, les bourses ont adopté des règles précisant les règles de gestion des risques et imposent également des exigences pour la cotation, et de nombreuses entités développent et mettent en œuvre des cadres et des processus internes de gouvernance et de gestion des risques.

Le cadre de gestion des risques et de contrôle interne de la Banque of China⁴² indique que son objectif est de “maximiser les intérêts des actionnaires dans les limites de la tolérance au risque en mettant en œuvre une application prudente des règles, comme exigé par le régulateur, les déposants et les autres parties prenantes”.

La Banque de développement du Brésil⁴³ indique qu’elle “dispose d’une division spécifique qui centralise les questions relatives à la gestion des risques de crédit, de marché et opérationnels tout en s’efforçant d’améliorer les contrôles internes”.

En Inde, la loi sur les sociétés (2013) traite des responsabilités du conseil en matière de surveillance des risques et le Securities and Exchange Board a publié des règles exigeant que les plus grandes sociétés cotées en bourse créent un comité de gestion des risques.

Les institutions financières les plus importantes (telles que celles dont les actifs dépassent 10 milliards de dollars aux États-Unis) sont également dans l’obligation d’avoir un comité des risques. Ces comités de risque doivent avoir une charte écrite qui est approuvée par le conseil d’administration, et doivent se réunir au moins une fois par trimestre, ainsi que documenter complètement et conserver des enregistrements de leurs procédures, y compris les décisions en matière de gestion des risques.

Rôle de la direction des établissements

La direction d’un établissement a la responsabilité d’élaborer les politiques de risque, de les de manière prudente. Les facteurs qui doivent être pris en compte sont notamment la mise en œuvre d’une fonction indépendante pour la gestion des risques et la mise en œuvre d’un processus clair qui permette au seul personnel ayant l’expérience appropriée à engager l’établissement dans des transactions sur produits dérivés.

⁴¹ Manuel des sociétés cotées à la Bourse de New York, <https://nyseguide.srorules.com/listed-company-manual>

⁴² Cadre de gestion des risques et de contrôle interne de la Banque de Chine, www.boc.cn/en/about/boc/ab1/200808/t20080814_1601740.html

⁴³ La Banque de développement du Brésil, www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_en/Institucional/Corporate_Governance/Risk_Management/

C'est la responsabilité de la direction générale de mettre en place et de maintenir des capacités de rapport et de contrôle, y compris des systèmes d'évaluation et d'information sur la gestion permettant de mesurer et de signaler les expositions en temps voulu.

Comme l'indique la Business Roundtable⁴⁴: "Dans le cadre de [ses] fonctions et responsabilités, la direction est chargée des tâches suivantes... La direction identifie, évalue et gère les risques que la société prend en mettant en œuvre ses plans stratégiques et en menant ses activités. La direction évalue également si ces risques, et les efforts de gestion des risques qui y sont liés, sont conformes à l'appétit de la société pour le risque. La direction générale tient le conseil d'administration et les comités concernés, informés des risques importants de la société et de ses processus de gestion des risques."

Comprendre l'exposition aux produits dérivés et la gérer en fonction de l'évolution des conditions du marché sont des éléments essentiels du programme de gestion des risques d'une entreprise. C'est pourquoi les positions sur dérivés doivent être déclarées à leur juste valeur, même dans les pays qui ne l'exigent pas, car cela reflète de manière appropriée la valeur actuelle des flux en espèces et fournit à la direction des informations utiles et opportunes sur les risques de marché, ce que la comptabilité d'exercice ne permet pas. Les entreprises doivent également s'efforcer de quantifier leur risque de marché dans des conditions de marché défavorables et évaluer le risque de crédit découlant des activités liées aux produits dérivés sur la base de mesures fréquentes de l'exposition actuelle et potentielle par rapport aux limites de crédit.

Dans sa mise à jour annuelle de la procédure de contrôle interne⁴⁵, une grande entreprise européenne définit les rôles et les responsabilités de sa direction:

"Les Finances et la Trésorerie sont responsables de l'application de la politique financière du Groupe, de la gestion efficace du bilan et de la dette financière, de l'amélioration de la structure financière et de l'exécution d'une politique prudente de gestion des risques de change et de taux d'intérêt, dont l'objectif principal est d'atténuer tous les risques connexes qui sont directement ou indirectement générés par les sociétés du Groupe.

La trésorerie se concentre notamment sur la centralisation de trésorerie (cash pooling) du Groupe, en assurant une efficacité optimale et en préparant des prévisions sur la base des mises à jour trimestrielles préparées par les sociétés concernées. Elle est également responsable de l'application d'une stratégie centralisée de gestion des risques de change et de taux d'intérêt pour limiter l'impact négatif des fluctuations des taux de change et d'intérêt sur les activités et les investissements. A cette fin, une politique de gestion et des procédures strictes ont été établies pour mesurer, gérer et consolider ces risques de marché. Cette organisation s'appuie sur un système informatique intégré permettant un contrôle en temps réel des opérations de couverture. Le mécanisme de couverture est présenté périodiquement au comité d'audit sur l'exécution (Performance audit Committee). Les décisions de couverture sont prises au moyen d'un processus clairement établi qui comprend des présentations régulières au comité exécutif du groupe et une documentation détaillée."

Une grande entreprise américaine⁴⁶ décrit l'approche de la direction de la manière suivante: "La société est exposée aux risques du marché mondial, notamment à l'effet des variations des taux d'intérêt et des fluctuations des devises étrangères. La société utilise des dettes libellées en devises étrangères et des instruments dérivés pour atténuer l'impact de ces changements. La société ne détient pas des positions ou ne propose pas des positions à des fins spéculatives.

⁴⁴ Business Roundtable, Principes de gouvernance d'entreprise, <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/09/08/principles-of-corporate-governance/>

⁴⁵ LVMH, Rapport du Président du Conseil d'administration sur les procédures de contrôle interne, www.lvmh.fr/wp-content/uploads/2014/10/report-on-corporate-governance-and-internal-control-procedures-2008.pdf

⁴⁶ US Securities and Exchange Commission, Form 10-K for McDonald's Corporation, www.sec.gov/Archives/edgar/data/63908/000006390822000011/mcd-20211231.htm

La société documente son objectif de gestion des risques et sa stratégie pour entreprendre des opérations de couverture, ainsi que toutes les relations entre les instruments de couverture et les éléments couverts. Les instruments dérivés de la société qui sont désignés pour la comptabilité de couverture consistent principalement en des swaps de taux d'intérêt, des contrats de change à terme et des swaps de taux d'intérêt inter-devises, et sont classés comme soit des couvertures à juste valeur, soit des flux de trésorerie, soit des couvertures nettes d'investissements.

La société conclue certains dérivés qui ne sont pas en comptabilité de couverture. La société a conclu des contrats dérivés sur sous-jacent «actions» (equity), y compris des swaps de rendement total (total return swap), afin de couvrir les variations liées au marché de certains de ses engagements au titre des régimes de prestations complémentaires... En outre, la société utilise des contrats de change à terme pour atténuer la variation de la juste valeur de certains actifs et passifs libellés en devises...

...Tous les produits dérivés (y compris ceux qui ne sont pas en comptabilité de couverture) sont comptabilisés au bilan consolidé à leur juste valeur et classés en fonction de leurs dates d'échéance. Les modifications des valorisations des dérivés à leur juste valeur sont reflétées dans le bilan en tant qu'ajustements au «cumul des autres éléments du résultat étendu» ou AOCI (Accumulated other comprehensive income) et/ou dans les bénéfices courants.”

Ces principes sont généralement mis en pratique aujourd'hui sur les plus grands marchés de produits dérivés et font l'objet de discussions permanentes entre les acteurs du marché et leurs régulateurs et superviseurs. Certains pays les ont codifiés dans leur cadre réglementaire.

À titre d'exemple, la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) des États-Unis prévoit dans sa réglementation⁴⁷ que le programme de gestion des risques des *dealers* de swaps et des principaux acteurs sur le marché des swaps “doit prendre en compte les risques de marché, de crédit, de liquidité, de change, juridiques, opérationnels, de règlement et tout autre risque applicable, ainsi qu'une description des limites de tolérance au risque... et de la méthodologie sous-jacente dans des politiques et procédures écrites. Les limites de tolérance au risque sont revues et approuvées trimestriellement par la direction générale et annuellement par l'organe de direction. Les exceptions aux limites de tolérance au risque doivent faire l'objet de politiques et de procédures écrites.”

Dans ce contexte, les décideurs des marchés émergents et en développement sont invités à évaluer la manière dont ils appliqueront ces principes à leur surveillance réglementaire et prudentielle d'une manière compatible avec le niveau d'activité des dérivés entre contreparties.

⁴⁷ Code of Federal Regulations Title 17, Chapter 1, Part 23, Subpart J “§ 23.600 Risk management program for swap dealers and major swap participants, www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-1/part-23/subpart-J (en anglais seulement)

CONCLUSION

Les produits dérivés constituent un outil de gestion des risques essentiel pour des milliers de banques internationales et régionales, de sociétés, de gestionnaires d'actifs, d'entités gouvernementales et supranationales, d'entreprises d'assurance et d'entreprises du secteur de l'énergie et des matières premières dans de nombreux pays du monde. Les produits dérivés permettent au système financier de mieux gérer les risques financiers et constituent donc un outil important de renforcement de la stabilité financière.

Ces instruments financiers ont également un rôle important à jouer pour soutenir la croissance économique et le développement des marchés de capitaux dans les pays émergents et en développement.

Pour réaliser cet objectif, il est important que les marchés émergents et en développement s'attaquent aux principales questions juridiques, réglementaires et de gestion des risques qui ont une influence sur la manière dont les acteurs du marché peuvent utiliser les produits dérivés pour gérer leurs risques et sur leur capacité même à les utiliser.

Ce document vise à aider les décideurs pour réaliser ce travail important. L'ISDA se réjouit de poursuivre les discussions avec les régulateurs et les superviseurs de tous les pays concernant le contenu de ce document et de promouvoir le développement des marchés de produits dérivés sûrs et efficaces.

ABOUT ISDA

Depuis 1985, l'ISDA s'efforce de rendre les marchés mondiaux des produits dérivés plus sûrs et plus efficaces. Aujourd'hui, l'ISDA compte plus de 1,000 institutions membres dans 79 pays. Ces membres représentent un large éventail d'acteurs du marché des produits dérivés, notamment des sociétés, des gestionnaires d'actifs, des entités gouvernementales et supranationales, des entreprises d'assurance, des entreprises du secteur de l'énergie et des matières premières, ainsi que des banques internationales et régionales.

Outre les acteurs du marché, les membres de l'ISDA comprennent également des acteurs clés de l'infrastructure du marché des produits dérivés, tels que des bourses, des intermédiaires, des chambres de compensation et des référentiels centraux, ainsi que des cabinets d'avocats, des cabinets comptables et d'autres prestataires de services. Des informations sur l'ISDA et ses activités sont disponibles sur le site web de l'association: www.isda.org. Suivez-nous sur [Twitter](#), [LinkedIn](#), [Facebook](#) and [YouTube](#).