

# Faut-il réglementer le négoce de gré à gré des produits dérivés en Suisse?

Les produits dérivés sont un instrument important des marchés financiers modernes.

La crise financière a, toutefois, montré qu'ils présentent aussi des faiblesses. L'absence de transparence, surtout pour les produits dérivés négociés de gré à gré, peut empêcher d'en détecter les risques. La stabilité du système peut être menacée en raison de l'interdépendance internationale des opérateurs de marché. Des efforts internationaux et des projets de réglementation tentent désormais d'améliorer la transparence et la stabilité du marché de gré à gré des produits dérivés. Pour la Suisse, dont le secteur financier est important et étroitement lié aux événements internationaux, cette situation nécessite une réglementation<sup>1</sup>.

## Les produits dérivés, un instrument financier

Les produits dérivés sont des instruments financiers dont le prix découle d'une valeur de base ou sous-jacente (par ex. action, taux d'intérêt, crédit, monnaie), cette dernière déterminant à son tour les différentes catégories de dérivés (par ex. sur les taux, les devises ou le crédit). En achetant de tels produits, les intervenants du marché peuvent se protéger contre certains risques commerciaux (par ex. fluctuation des taux de change, défaillances de crédit, variations de prix); ils peuvent aussi utiliser les dérivés dans leurs stratégies d'investissement ou exercer un effet de levier sur des positions précises («leveraging»).

Les produits dérivés peuvent être négociés en Bourse ou de gré à gré («over the counter», OTC). Le plus souvent, les transactions OTC sont conclues bilatéralement entre les parties au contrat. Il est également possible qu'une chambre de compensation multilatérale («central counterparty», CCP) intervienne entre les deux contreparties impliquées dans la transaction. Elle se transforme ainsi en acheteur pour le vendeur, et en vendeur pour l'acheteur. Elle garantit l'exécution des obligations contractées mutuellement par les contreparties initiales. Pour cela, la CCP réclame à ces dernières la mise à disposition de sûretés, ce qui peut entraîner pour les protagonistes des coûts supplémentaires par rapport à une transaction bilatérale.

## Les marchés de dérivés

Une grande partie des stratégies modernes de négoce est liée à l'utilisation de produits dérivés. En 2010, le volume de contrats ouverts dans les banques suisses (y compris

dans leurs filiales à l'étranger) portant sur des dérivés atteignait environ 50 000 milliards de francs suisses. Sur ce montant, 97% relevaient des grandes banques.

Les dérivés sur les taux et les devises sont, en volume, les deux principales catégories de dérivés en Suisse et sur le plan international. Les dérivés de crédit sont dans la ligne de mire des régulateurs, notamment en raison des risques associés à ces produits. C'est par exemple le cas des contrats d'échange sur le risque de défaut («credit default swaps», CDS), qui sont accusés d'avoir favorisé la crise financière. Les CDS représentent en Suisse près de 98% des dérivés de crédit.

Le marché OTC des dérivés est important en volume, et les transactions de ce type ont connu une forte croissance ces dernières années. Le graphique 2 montre la croissance en Suisse des deux catégories de dérivés les plus importantes en volume journaliers<sup>2</sup> des transactions de gré à gré. Celui des autres catégories a peu évolué pendant la même période.

Les marchés de dérivés sont fortement internationalisés. Le graphique 3 montre que dans le monde, près des deux tiers de l'ensemble des transactions dépassent les frontières. En Suisse, cette part est encore plus élevée: en 2010, 87% des transactions concernant des dérivés sur les devises et 95% des transactions concernant des dérivés sur les taux ont été conclues avec l'étranger.

## Problèmes posés par les dérivés OTC

Jusqu'à la crise financière, il n'existait pas de cadre réglementaire général applicable aux dérivés OTC. Lorsque la crise mondiale a attiré l'attention sur eux, elle a mis en exergue les interdépendances internationales des marchés concernés. Elle a fait ressortir des faiblesses qui ont contribué à accroître les risques systémiques. Les problèmes principaux identifiés sur le marché OTC des dérivés sont les suivants:

1. *Risque de contrepartie élevé*: entre la conclusion et l'exécution d'une transaction sur les dérivés, les parties sont exposées au risque que la contrepartie ne s'acquiesce pas de ses obligations<sup>3</sup> (risque de contrepartie). Dans les transactions sur les dérivés, plusieurs mois voire plusieurs



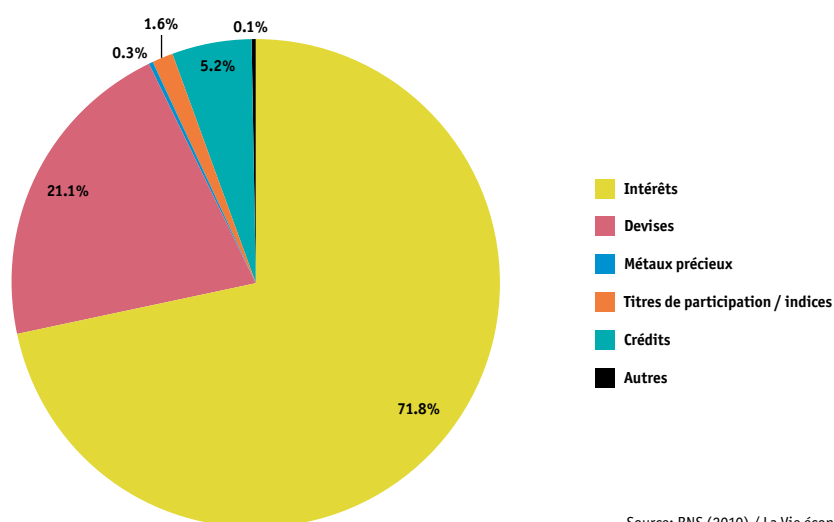
**Marion Lienhard**  
Section Analyse des marchés financiers, Secrétariat d'État aux questions financières internationales SFI, Berne



**Andrea Siviero**  
Chef de la section Analyse des marchés financiers, Secrétariat d'État aux questions financières internationales SFI, Berne

Graphique 1

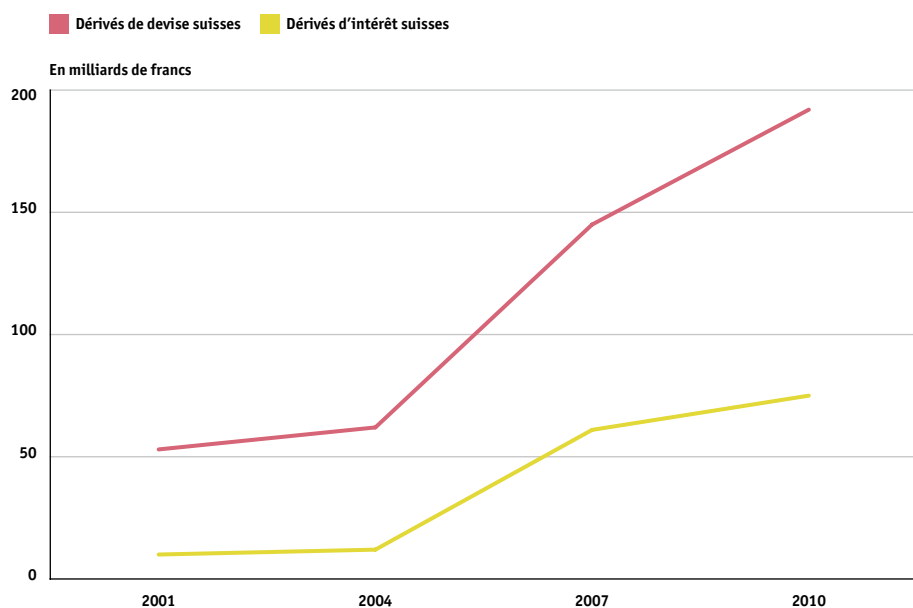
## Volume de contrats ouverts par des banques suisses, par catégories de dérivés, 2010



Source: BNS (2010) / La Vie économique

Graphique 2

## Volume quotidien de transactions de gré à gré portant sur des dérivés en Suisse, 2001–2010



Source: BNS (2010) / La Vie économique

années peuvent s'écouler entre la conclusion et l'exécution de la transaction. En règle générale, le risque de contrepartie est donc intrinsèquement plus élevé pour les transactions portant sur des dérivés plutôt que sur des titres, qui sont exécutées plus rapidement. En outre, le risque de contrepartie s'accroît en cas de négoce OTC, puisque dans ce cas, la compensation est généralement effectuée bilatéralement et non pas par le biais d'une CCP. En raison de la forte interdépendance des parties prenantes, la défaillance peut également se répercuter sur d'autres intervenants du marché et provoquer un risque systémique.

2. *Absence de transparence*: les contrats de dérivés OTC ne sont généralement pas négociés et exécutés par le biais de plateformes de négoce et de systèmes de compensation. C'est pourquoi, jusqu'ici, ils ne sont par nature pas soumis aux règles de transparence de la réglementation boursière. Cette opacité complique l'appréciation des risques encourus et réduit l'efficacité du mécanisme de formation des prix. En raison de la forte imbrication internationale des opérateurs de marché, cela peut laisser place à un risque systémique. Or, les autorités de surveillance ont des difficultés à le détecter dans les délais nécessaires, puisqu'elles ne disposent pas d'informations fiables sur le marché de gré à gré ni sur les dépendances des participants et les risques qui y sont négociés.

## Ébauches de solutions internationales

Depuis la crise financière, des efforts internationaux sont en cours – notamment de la part du G20 et du Conseil de stabilité financière (CSF) – en vue d'améliorer la stabilité et la transparence du marché OTC des produits dérivés (voir encadré 1). Les engagements pris par le premier et les recommandations du second poursuivent les objectifs suivants:

1. *Obligation de négocier par le biais de plateformes*: le déplacement du négoce des dérivés de gré à gré normalisés vers des Bourses ou d'autres plateformes de négoce électroniques vise à améliorer la transparence avant et après la transaction pour les autorités de surveillance, les opérateurs de marché et le public.
2. *Obligation de compenser par le biais de CCP*: la compensation des transactions sur les dérivés par le biais de CCP réduit les risques de contrepartie et contribue, sous certaines conditions, à réduire le risque de contamination en cas de défaillance.

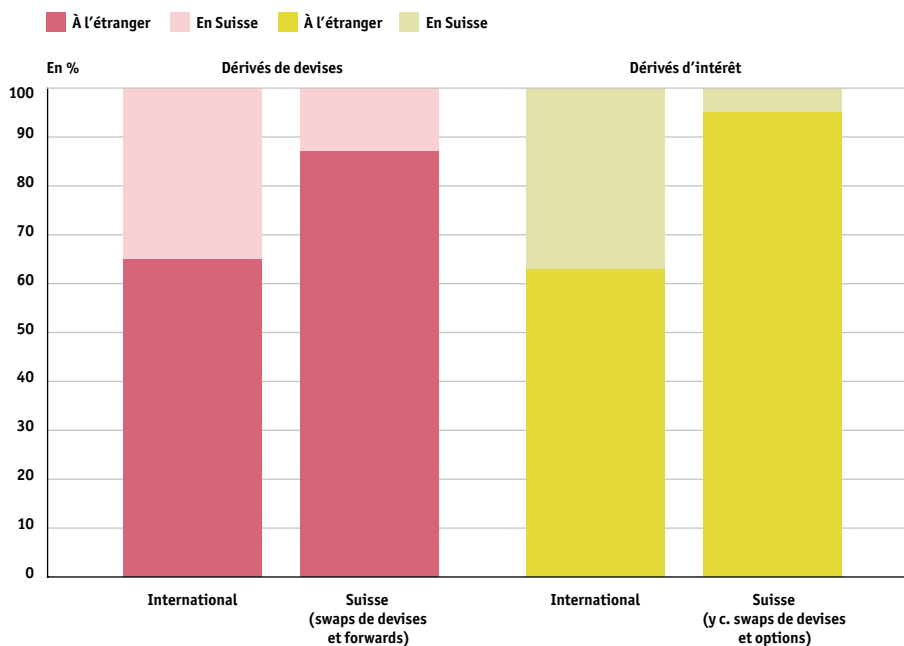
1 Le présent article se base sur l'analyse et les recherches d'un groupe de travail interne à l'administration.

2 Les volumes journaliers se définissent comme la moyenne des volumes négociés par jour en avril de l'année correspondante.

3 Livraison du sous-jacent ou paiement.

Graphique 3

## Part des transactions OTC transfrontalières sur les dérivés



Source: BRI (2010); BNS (2010) / La Vie économique

Divers États sont en train de mettre en place dans leur ordre juridique les dernières ébauches de solutions internationales. L'UE et les États-Unis sont particulièrement bien avancés à cet égard (voir encadré 2). D'autres pays – notamment le Japon, l'Australie, Hong Kong et le Canada – s'apprêtent à les suivre.

## Nécessité d'une réglementation suisse

Pour le négoce OTC des dérivés, il n'existe pour l'instant en Suisse aucune prescription réglementaire tenant compte des recommandations du CSF. Il est donc important d'examiner les chances et les risques que comporterait la reprise des recommandations du CSF, et en cas de besoin de prendre les mesures réglementaires qui s'imposent. Les critères retenus en matière de politique des marchés financiers suivent les quatre axes stratégiques suivants: *stabilité* du système, *intégrité* de la place financière suisse, *compétitivité* internationale et *accès au marché*<sup>4</sup>.

## Stabilité du système et intégrité de la place financière suisse

Les recommandations du CSF constituent un cadre international permettant de s'attaquer à travers la réglementation aux problèmes constatés dans les dérivés OTC. La mise en œuvre internationale des engagements pris – laquelle doit être cohérente sur le plan du contenu et coordonnée dans le temps – vise à garantir que les problèmes soient surmontés de façon efficace et efficiente. Bien que les recommandations du CSF ne soient pas juridiquement contraignantes, la Suisse est invitée à les appliquer en sa qualité de membre du CSF.

L'interdépendance internationale et la taille de son marché des dérivés OTC permettrait à notre pays – en mettant en œuvre les recommandations du CSF – de fortement contribuer à la stabilité de sa place financière ainsi qu'à celle du système financier mondial. En outre, les informations relatives aux transactions suisses sur les dérivés sont importantes pour accroître la transparence sur le marché financier. Les informations recueillies seront utiles pour permettre aux autorités de surveillance d'assumer leur fonction. La transparence accrue permettra d'endiguer le phénomène des abus de marché.

En mettant en œuvre les engagements et recommandations cités, la Suisse évite en outre d'être considérée sur le plan international comme une oasis en matière de réglementation, ce qui menacerait la protection des opérateurs de marché et porterait ainsi préjudice à l'intégrité et à la réputation de la place financière suisse et, en dernière analyse, à l'économie du pays.

ce d'un des participants, ce qui renforce la stabilité du système. Les CCP réduisent l'interdépendance entre les acteurs du marché et constituent un amortisseur systémique. Par ce biais, elles réduisent le risque que des pertes dues à une défaillance ne se répercutent sur d'autres contreparties.

3. *Déclaration obligatoire aux registres de transaction (RT)*: les informations recueillies dans les RT permettent aux autorités de surveillance de détecter suffisamment tôt les dépendances financières qui lient les divers participants et donc les instabilités potentielles sur le marché. En outre, les données centralisées dans les RT peuvent être publiées sous forme agrégée et ainsi aider les acteurs du marché à mieux apprécier les risques qu'ils encourent. Cela peut instaurer la confiance et accroître la stabilité du système.
4. *Inciations à la normalisation et à la réduction des risques*: une utilisation accrue des dérivés normalisés est un préalable fondamental à la compensation centrale, au négoce par le biais de plateformes et, donc, à une meilleure transparence et une plus grande sécurité des marchés financiers. Des exigences accrues en matière de capitaux propres pour les dérivés OTC compensés bilatéralement seront envisagées pour inciter les opérateurs à normaliser autant que possible ces contrats et à les compenser centralement.

Encadré 1

## Les engagements des États du G20

En septembre 2009, les pays du G20 se sont engagés, d'ici la fin de 2012:

- à garantir que les transactions OTC normalisées sur les produits dérivés, au cas où cela se révélerait nécessaire, soient négociées par le biais de bourses ou d'autres plateformes électroniques;
- à faire garantir l'exécution des contrats dérivés de gré à gré normalisés par des chambres de compensation centrales (CCP);
- à veiller à ce que toutes les transactions OTC sur les dérivés soient déclarées à un référentiel central («trade repository», TR);
- à veiller, en outre, à ce que les transactions OTC sur les dérivés compensées bilatéralement soient soumises à des exigences accrues en termes de capitaux propres.

Le CSF a adopté des recommandations de mise en œuvre (recommandations du CSF) qu'il vérifie régulièrement pour ses membres. Celles-ci visent à aider les divers États à mettre en œuvre ces engagements, mais aussi et surtout à assurer une application coordonnée et cohérente des nouveaux projets de réglementation.

<sup>4</sup> Rapport en réponse au postulat Graber (09.3209) du 16.12.2009: «Axes stratégiques de la politique suisse en matière de place financière».

### Compétitivité et accès au marché

En tant qu'économie ouverte et de petite taille qui dispose d'une place financière internationale importante, la Suisse doit impérativement continuer d'avoir accès aux marchés financiers internationaux. Certaines règles du *Règlement sur les infrastructures de marché européennes (European Market Infrastructure Regulation, Emir)* réclament une réglementation équivalente dans les États tiers au nom du principe d'équivalence. Si la Suisse ne peut pas répondre à cette exigence, ses opérateurs risquent de ne plus accéder aux marchés de l'UE dans des domaines importants et de subir ainsi une perte de compétitivité.

Par exemple, le critère de l'équivalence exige que les institutions relevant de l'infrastructure des marchés financiers (par ex. des CCP) établies dans les États tiers soient désormais reconnues par les autorités de l'UE. Une absence d'équivalence de la réglementation suisse pourrait se traduire par la fin de l'accès aux marchés européens. Notre compétitivité risquerait d'en être affectée, puisqu'il n'est pas prévu que les transactions effectuées à l'intérieur d'un groupe entre un opérateur relevant du marché suisse et une filiale de l'UE soient exemptées de l'obligation de compensation dans l'UE. Les agents suisses disposant de filiales à l'étranger subiraient donc des coûts supplémentaires par rapport à leurs concurrents européens qui ne

sont pas tenus à une compensation centrale de ces mêmes transactions internes, conformément à l'Emir. Par conséquent, le volume de transactions pourrait se déplacer vers l'étranger, des pertes de recettes pourraient s'ensuire et des emplois être perdus.

### Un besoin d'agir sur le plan réglementaire

La compétitivité des opérateurs suisses, l'accès au marché, l'amélioration de la stabilité et de la transparence du négoce de gré à gré des produits dérivés nécessitent une réglementation adaptée. Il ne faut, toutefois, pas oublier que toute action en ce domaine peut entraîner des coûts et des risques, qui doivent être réduits autant que possible par l'aménagement correct des nouvelles prescriptions.

Ainsi, les CCP, de par leur fonction centrale, concentrent les risques de contrepartie et peuvent ainsi elles-mêmes devenir «too big to fail». C'est pourquoi elles doivent être réglementées et surveillées en conséquence. Pour les opérateurs de marché, les obligations de compensation et de déclaration entraînent des surcoûts, par ex. liés à la modification des procédures techniques et opérationnelles ou à la fourniture de sûretés supplémentaires pour les CCP. À cet égard, il conviendrait d'examiner si certains intervenants ou certaines transactions sur les dérivés ne devraient pas, le cas échéant, être exemptés d'obligations, sans réduire pour autant l'effet souhaité des prescriptions.

### Perspectives

Par arrêté du 29 août 2012, le Conseil fédéral a chargé le Département fédéral des finances (DFF) d'élaborer avant le printemps 2013 un projet de consultation relatif à la réglementation du négoce de gré à gré des produits dérivés, qui permette une mise en œuvre aussi complète et rapide que possible des engagements du G20 et des recommandations du CSF. Pour garantir la compétitivité et l'accès au marché des acteurs suisses, la réglementation devra aboutir à une équivalence aussi large que possible avec celle de l'UE. ■

Encadré 2

#### Projets de réglementation de l'UE et des États-Unis

Pour les dérivés OTC, c'est surtout le *Règlement sur les infrastructures de marché européennes (Emir)* qui est déterminant dans l'UE. Celui-ci englobe, en principe, une obligation de compenser par le biais de CCP, des prescriptions réglementaires pour ces dernières ainsi que l'obligation de déclaration aux RT et la réglementation correspondante. Aux États-Unis, les nouvelles prescriptions applicables aux transactions OTC sur les dérivés sont consignées dans le «Dodd-Frank Act» (DFA). Tant l'Emir que le DFA chargent les autorités compétentes<sup>a</sup> d'élaborer un grand nombre de normes pour la mise en œuvre techniques. L'UE aspire à la convergence avec les règles des États-Unis, mais celle-ci s'avère difficile à obtenir dans certains domaines et n'est pas intégralement réalisée dans les projets observés jusqu'ici.

En raison de la part élevée de transactions transfrontalières, en particulier avec l'UE et les États-Unis, ces projets de réglementation ont des répercussions indirectes sur les opérateurs suisses présents sur ce marché. Du fait que la contrepartie sise à l'étranger est soumise aux prescriptions du pays concerné, les contreparties suisses sont également touchées. Si par exemple un établissement financier établi dans l'UE est soumis à l'obligation de compensation, celle-ci s'applique

aussi aux transactions transfrontalières avec des contreparties suisses.

En outre, ces deux ensembles de règles contiennent ce que l'on appelle des «dispositions extraterritoriales» qui s'appliquent directement aux intervenants du marché d'États tiers tels que la Suisse: selon l'Emir, par exemple, c'est le cas pour les transactions conclues exclusivement entre des personnes ayant leur siège dans des États tiers mais qui sont soumises à l'obligation de compensation par le biais d'une CCP, dans la mesure où ces transactions ont un effet direct, notable et prévisible dans l'UE ou ont été conclues dans le but de contourner le droit de l'UE. Une réglementation analogue figure également dans le DFA. Par ailleurs, l'Emir introduit ce que l'on appelle des «réglementations pour États tiers» qui régissent notamment l'ouverture au marché ainsi que l'accès des autorités d'États tiers à des informations venant des référentiels centraux européens. Celles-ci ont également des répercussions directes sur la Suisse.

a Dans l'UE «l'Autorité européenne des marchés financiers» (AEMF) et aux États-Unis la «Commodity Futures Trading Commission» (CFTC) pour les «swaps» et la «Securities and Exchange Commission» (SEC) pour les «securities-based swaps».