



<http://economix.fr>

# Document de Travail

## Working Paper

### 2013-41

Réglementation et risques systémiques sur les  
marchés de dérivés de gré à gré

Henri Audigé



UMR 7235

Université de Paris Ouest Nanterre La Défense  
(bâtiment G)  
200, Avenue de la République  
92001 NANTERRE CEDEX

Tél et Fax : 33.(0)1.40.97.59.07  
Email : [nasam.zaroualete@u-paris10.fr](mailto:nasam.zaroualete@u-paris10.fr)



# Réglementation et risques systémiques sur les marchés de dérivés de gré à gré

Henri AUDIGE\*

18 décembre 2013

---

\*EconomiX-CNRS, University of Paris Ouest and Bank of France, Paris, France. Email:  
henri.audige@gmail.com

## Résumé

L'effondrement du marché des *subprimes* en 2008 a déclenché l'une des crises financières les plus destructrices depuis le crash boursier de 1929. Mis en cause dès le début de cette crise, les marchés de dérivés de gré à gré se distinguent par leur opacité et une absence de supervision à l'échelle nationale et internationale. En septembre 2009, les pays du G20 se réunissent à Pittsburgh et s'engagent à réformer en profondeur ces marchés. Dans cet article, nous analysons les limites de l'autorégulation des marchés de gré à gré avant la crise et les enjeux à venir pour la stabilité financière après le sommet de Pittsburgh.

*Classification JEL* : G18, G28, G30, L51

*Mots clés* : Réglementation financière, risque systémique, marchés de dérivés de gré à gré, contagion, chambres de compensation (CCP), réglementation transnationale.

## Abstract

The collapse of the subprime markets in 2008 triggered one of the most destructive financial crisis since the stock market crash of 1929. Criticized from the beginning of the crisis, OTC derivatives markets stand out by their opacity and the lack of national and international supervision. In september 2009, the G20 countries gathered in Pittsburgh and commit to deeply reform these markets. In this article, we analyse the limits of autoregulation on OTC derivatives markets before the crisis and the financial stability challenges to come after the Pittsburgh Summit.

*JEL Classification* : G18, G28, G30, L51

*Keywords* : Financial Regulation, systemic risk, OTC derivatives, contagion, Central Counterparty Clearing House (CCP), cross-border regulation.

# 1 Introduction

Bien avant la crise des *subprimes*, la question de la dangerosité des produits dérivés s'est posée à plusieurs reprises dans la littérature économique<sup>1</sup>. Parmi les divers travaux réalisés, [Stulz \(2004\)](#) insiste ainsi sur l'existence de risques systémiques sur les marchés dérivés de gré-à-gré. Même si la plupart de ces études concluent à la non dangerosité des produits dérivés de gré à gré pour la stabilité financière, elles s'accordent cependant sur la nécessité d'un meilleur encadrement et d'une plus grande transparence des marchés dérivés de gré à gré. Ainsi, un meilleur encadrement réglementaire et une transition vers les chambres de compensation – *Central Counterparty Clearinghouse* (CCP) – de l'ensemble des produits dérivés apparaissent dès le début des années 2000 comme une solution aux crises et scandales qui émaillent alors les marchés dérivés de gré à gré ([Bliss \(2006\)](#) et [Stulz \(2004\)](#)). Au lendemain de la crise des *subprimes*, si les bienfaits intrinsèques des produits dérivés sur le plan économique ne sont pas remis en cause, la manière dont ceux-ci sont régulés suscite toujours de vifs débats au sein de la sphère économique et politique.

La question de la réglementation des produits dérivés s'est tout particulièrement posée aux États-Unis à la fin des années 1980<sup>2</sup>. C'est en effet à cette période que se développent les produits dérivés de taux qui, du fait de leur popularité, connaissent une croissance importante. Considérés dans un premier temps comme illégaux, et ce au regard du *Commodity Exchange Act* (CEA) qui encadre à l'époque l'ensemble des contrats sur les marchés dérivés<sup>3</sup>, ce n'est qu'en 1992 que le Congrès américain légalise les swaps de taux avec

---

1. Voir [Capelle-Blancard \(2010\)](#) pour une revue de la littérature sur la dangerosité des produits dérivés.

2. Ces derniers ayant été les seuls à envisager un encadrement des marchés dérivés *Over-The-Counter* (OTC). Outre les États-Unis, seule la Banque des Règlements Internationaux (BRI) s'est intéressée à la gestion du risque de contrepartie sur les marchés de swaps avec la publication de plusieurs rapports, dont des rapports d'analyse sur les procédures de règlements et la gestion du risque de contrepartie sur les marchés de dérivés. Voir les rapports Angell (1989) : <http://www.bis.org/publ/cpss02.pdf>, Lamfalussy (1990) : <http://www.bis.org/publ/cpss04.pdf> et Promisel (1992) : <http://www.bis.org/publ/ecsc02.pdf> publiés par la BRI.

3. Voir [Greenberger \(2011\)](#).

la signature du *Futures Trading Practice Act* (FTPA)<sup>4</sup>. Au cours de cette initiative, le Congrès américain et la *Commodities Futures Trading Commission* (CFTC) amendent la législation sur les produits dérivés afin qu'elle s'adapte au fonctionnement et aux pratiques de marchés en place depuis le début des années 1980.

Cependant, suite à l'assouplissement du cadre réglementaire des marchés dérivés de gré à gré, ceux-ci vont connaître une succession de dysfonctionnements notables, tels que la faillite du comté d'Orange en 1994, suivie quelques années plus tard par la faillite du fond LTCM (Baldassare (1998), Norman (2011))<sup>5</sup>. La faillite du comté d'Orange et les effets de contagion résultant de la faillite du fond LTCM amènent la *Commodities Futures Trading Commission* (CFTC) et la *Securities and Exchange Commission* (SEC) à s'interroger sur les limites du cadre réglementaire des marchés dérivés de gré à gré.

Va dès lors s'amorcer une vague de rapports portant sur le bienfondé d'un encadrement des marchés dérivés de gré à gré. En 1998, la CFTC propose un encadrement accru des contrats *swaps* et l'obligation de transactions de *swaps* standardisés sur des marchés organisés. Un an plus tard, c'est le *President's Working Group* (PWG), qui publie un rapport préconisant la mise en place d'un accès accru aux données de marchés dérivés de gré à gré pour la SEC, la CFTC et le Trésor américain (Greenberger (2011), Stout (2011)). En réaction, les principales banques américaines sur les marchés de dérivés de gré à gré, sous l'égide de l'Association Internationale de Swaps et Dérivés – *International Swap and Derivatives Association* (ISDA) –, font pression pour limiter la réglementation du marché et mettent en avant les risques que cela porterait à leur compétitivité vis-à-vis de leurs homologues étrangers. En juin 1999, elles publient, par le biais du *Counterparty Risk Management Policy Group* (CRMPG)<sup>6</sup>, un rapport sur la faillite de LTCM dans lequel

---

4. Voir Stout (2011) sur l'illégalité des swaps de taux avant l'intervention du Congrès.

5. Voir aussi le rapport du *President's Working Group* (PWG) on *Financial Markets* (April 1997) : <http://www.treasury.gov/resource-center/fin-mkts/Documents/hedgfund.pdf> qui revient en détails sur la faillite du fond LTCM.

6. Ce groupe réunissant douze des plus grandes banques mondiales de l'époque à savoir : Goldman Sachs & Co., J.P.Morgan & Co. Inc., Bear Stearns, Barclays Capital Inc., Deutsche Bank, Credit Suisse First Boston, UBS AG, Merrill Lynch & Co. Inc., Morgan

elles reconnaissent la présence d'erreurs de supervision sur les bureaux de négociation de *swaps*, promettent une meilleure supervision à l'avenir des dérivés de gré à gré, mais recommandent une dérégulation totale du marché de dérivés de gré à gré (Greenberger (2011))<sup>7</sup>. Dans un nouveau rapport, publié en novembre 1999, le PWG effectue un revirement de position en reprenant les conclusions du rapport CRMPG. Un an plus tard, le vote du *Commodity Futures Modernization Act* (CFMA) par le Congrès américain consacre alors la dérégulation totale du marché des produits dérivés de gré à gré. Toutes les transactions sur dérivés en dehors d'un marché organisé devenant désormais légales, le marché de dérivés de gré à gré se retrouve exempté de toutes exigences réglementaires.

Plus de 10 ans après leur dérégulation totale, après l'une des crises les plus désastreuses qu'ait connues la finance mondiale, se pose la question de l'impact de l'autorégulation des marchés dérivés de gré à gré sur la stabilité financière. Dans quelle mesure ces marchés autorégulés ont-ils alimenté la crise des *subprimes*? Quelles ont alors été, suite à cette crise, les solutions mises en œuvre pour contenir les risques systémiques sur les marchés de dérivés? S'inscrivant dans un tel contexte, l'objectif de notre article est donc double. Dans un premier temps, nous reviendrons sur l'autorégulation des marchés dérivés et ses limites en matière de gestion des risques sur un marché de dérivés de gré à gré en pleine mutation (section 2). Dans un second temps, nous analyserons le changement de paradigme réglementaire et les enjeux inhérents aux marchés de dérivés suite à la crise de 2008 (section3).

## 2 Autorégulation et stabilité financière

Si les premières initiatives concernant la régulation des marchés de swaps aux États-Unis n'eurent lieu qu'au début des années 1990, les principales banques actives sur ces marchés prennent les devants dès 1985 en créant l'International

---

Stanley Dean Witter, Lehman Brothers, Citigroup, et la Chase Manhattan Corp.

7. Voir aussi le rapport du Counterparty Risk Management Policy Group (CRMPG) de Juin 1999 :<http://archives.financialservices.house.gov/banking/62499crm.pdf>.

Swap and Derivatives Association (**ISDA**). Cette association va devenir au fil des années un acteur influent sur la scène réglementaire, militant activement auprès de la Securities and Exchange Commission (**SEC**), de la **CFTC** et du Congrès américain pour un allègement de la réglementation sur les marchés dérivés de gré à gré. Au premier juin 2013, l'**ISDA** comprenait plus de 840 membres, parmi lesquels les principales banques mondiales opérant sur les marchés dérivés de gré à gré ainsi que des entreprises multinationales, des institutions gouvernementales ou encore des fonds d'investissement répartis dans près de 60 pays<sup>8</sup>. L'**ISDA** se donne alors pour mission de "promouvoir l'efficacité (...) des marchés dérivés et ce afin de faciliter une meilleure gestion du risque pour tous les utilisateurs de produits dérivés"<sup>9</sup> sur un marché de dérivés de gré à gré pesant plus de 630 trillions de USD<sup>10</sup>. Outre la taille importante du marché de dérivés de gré à gré, l'influence de l'**ISDA** s'explique notamment par le rôle décisif joué par sa convention cadre – l'**ISDA Master Agreement** (**MA**) – mise en place à la fin des années 1980<sup>11</sup>.

A l'initiative d'une convention cadre qui fait office de référence sur les marchés de dérivés de gré à gré, l'**ISDA** s'impose progressivement comme régulateur de fait sur les marchés dérivés (**Flanagan (2001)**, **Baker (2010)** et **Borowicz (2012)**). En proposant un cadre réglementaire simple et flexible, le rôle de l'**ISDA** prend d'autant plus d'importance que les instances de régulation nationales des dérivés se sont désengagées de toute initiative de contrôle et d'encadrement des marchés dérivés de gré à gré. Bien qu'elle soit une association privée, le rôle de l'**ISDA** sur les marchés dérivés de gré à gré reste ambigu. Si jusqu'alors la régulation des marchés a toujours été l'apanage d'institutions publiques, est-il possible que des acteurs privés aient un pouvoir réglementaire sur leur marché? Dès lors, qu'implique ce pouvoir réglementaire en termes de responsabilités et de stabilité financière?

---

8. Voir sur le site de l'**ISDA**, *Global Derivatives More Change ahead 2013* :<http://www2.isda.org/about-isda/isda-overview/>.

9. Voir le site de l'**ISDA** :<http://www2.isda.org/about-isda/mission-statement/>.

10. Voir les statistiques de la **BRI** en décembre 2012 : <http://www.bis.org/statistics/dt1920a.pdf>.

11. Cette convention cadre sera revue après la signature de FTPA en 1992 et du CFMA en 2002 par le Congrès américain (**Flanagan (2001)**).

## 2.1 L'ISDA, régulateur de fait sur un marché de dérivés de gré à gré en pleine expansion

Dans un contexte de globalisation accrue des échanges commerciaux et financiers, [Danielsen \(2005\)](#) remet en question le schéma traditionnel, selon lequel les entreprises multinationales réagiraient de manière passive aux initiatives réglementaires des régulateurs nationaux et supranationaux. Au travers de deux exemples présentant les stratégies commerciales d'entreprises multinationales sur leur marché <sup>12</sup>, l'auteur montre que, par leur action, elles influent de manière décisive sur la réglementation du marché sur lequel elles opèrent et que leur impact en termes de "bien-être" sur ce marché est similaire à celui d'un régulateur national.

[Kingsbury et al. \(2005\)](#) partent du constat selon lequel, face à la globalisation des échanges, a émergé un ensemble de formes de régulation et d'administration transgouvernementales ayant pour objectif, d'une part de répondre aux fortes interdépendances dans des domaines tels que la sécurité, la protection de l'environnement ou encore la réglementation bancaire et financière, et d'autre part de pallier les défaillances des réglementations nationales (trop isolées). Selon [Kingsbury et al. \(2005\)](#), le cadre décisionnel réglementaire se serait progressivement déplacé du niveau national au niveau global ; les décisions réglementaires et la mise en place de normes et de standards devenant alors l'apanage de systèmes transnationaux de réglementation et d'organes internationaux privés ou encore d'organisations hybrides publiques privées - tels que des représentants d'entreprises ou encore des organisations non-gouvernementales. A l'instar de [Danielsen \(2005\)](#), [Kingsbury et al. \(2005\)](#) soulignent l'importance de la reconnaissance de nouveaux types d'acteurs sur la scène réglementaire internationale. Au-delà des entreprises multinationales, les auteurs insistent sur le pouvoir réglementaire grandissant d'organisations transgouvernementales, hybrides publiques-privées ou encore com-

---

12. L'auteur donne en exemple les stratégies de deux multinationales fictives – World Corp. et Interactive Media – opérant sur le marché de traitement des eaux usées et des services multimédia.



plètement privées<sup>13</sup> au détriment d'organismes nationaux – limités dans leur action car agissant uniquement dans un cadre strictement national.

Kingsbury et al. (2005) constatent cependant que de telles organisations ne sont pas soumises au même degré d'exigence en matière de transparence et d'*accountability*<sup>14</sup> que les régulateurs nationaux qu'ils sont amenés à supplanter. Les approches de Kingsbury et al. (2005) et de Danielsen (2005) permettent aisément d'identifier l'ISDA comme un organisme de régulation transnational sur les marchés de dérivés de gré à gré. Le pouvoir de régulation de l'association est d'autant plus manifeste que face au désengagement progressif des autorités réglementaires nationales sur les marchés de dérivés de gré à gré, elle est la seule susceptible d'apporter une réponse directe, rapide et efficace aux mutations de l'environnement des marchés en période de crise (Baker (2010), Borowicz (2012), Jackson & Skeel (2012)). Cependant, face à l'absence de reconnaissance juridique du pouvoir réglementaire qu'exercent des organismes transnationaux tels que l'ISDA sur la scène économique mondiale, ces organismes ne sont soumis à aucune forme d'*accountability* par rapport à leurs actions et décisions<sup>15</sup>.

Le déficit d'*accountability* observé par Kingsbury et al. (2005), Danielsen (2005), Muir Watt (2012) et Borowicz (2012) sur les marchés de dérivés est à l'origine de l'émergence de ce que Kingsbury et al. (2005) appellent le droit administratif global – *Global Administrative Law* (GAL). Selon eux, le GAL comprendrait l'ensemble des "*mécanismes, principes, pratiques et arrange-*

---

13. Parmi les organes administratifs globaux, Kingsbury et al. (2005) distinguent : les organes de réglementation intergouvernementaux formels, les réseaux réglementaires et des accords de coordination intergouvernementaux informels, des organes de réglementation nationaux, des organes de réglementation publics-privés et des organes de réglementation privés.

14. Dans sa traduction de Borowicz (2012) propose le néologisme "redevabilité" comme traduction du terme *accountability*, ce dernier désignant "à la fois le fait d'être tenu pour responsable et d'avoir à rendre des comptes". Nous emploierons *accountability* dans le reste de l'article.

15. Muir Watt (2012) souligne notamment les défaillances du droit international public et privé en matière de reconnaissance des structures privées à dimension globale dans le pouvoir de réglementation, et insiste notamment sur le fait que ces structures échappent à toute forme de responsabilisation privée ou publique. L'auteur souligne que tant que les organismes privés ne seront pas reconnus, il sera impossible de leur imposer un traitement juridique adéquat.

*ments sociaux allant dans le même sens qui promeuvent ou ont une incidence sur l'accountability, c'est-à-dire sur l'obligation de rendre des comptes, des organes administratifs internationaux en garantissant qu'ils se conforment à des normes adéquates en matière de transparence, participation, motivation et légalité des décisions et en fournissant un recours effectif face aux règles et décisions qu'ils émettent"*<sup>16</sup>.

Dans le cas des marchés dérivés de gré à gré, l'ISDA semble avoir réalisé des efforts en matière d'*accountability*, en s'améliorant notamment en matière de transparence et tout particulièrement en publiant des documents sur sa gouvernance (Borowicz (2012)). Cependant, le déficit d'*accountability* de l'ISDA concerne tous les mécanismes de gestion du risque qui ne sont soumis à aucun contrôle ni supervision extérieurs. Malgré les bénéfices engendrés en termes d'harmonisation et de réduction de coûts, la convention cadre de l'ISDA – et tout particulièrement le mécanisme de *close-out netting* compris dans cette convention – tend à accroître le risque systémique sur les marchés de dérivés. De plus, d'autres pratiques de marchés telles que la ré-hypothécatation ou encore la sous-collatéralisation ont été critiquées par la littérature du fait de leur propension à amplifier les phénomènes de crise sur les marchés dérivés<sup>17</sup>. La dimension systémique de ces mécanismes est cruciale dans la mesure où, grâce à un travail de lobbying efficace et en quasi monopole sur le marché de dérivés de gré à gré, l'ISDA a réussi à imposer au fil des ans son *Master Agreement* à l'ensemble des pays ouverts aux marchés de dérivés de gré à gré.

Le déficit d'*accountability* s'illustre ici par l'absence de recours face aux pratiques de marché aux effets systémiques avérés, imposées par l'ISDA. L'*accountability* mise en avant par Kingsbury et al. (2005) prend ici tout son sens dans la mesure où elle permettrait un recours effectif contre des mécanismes et règles en matière de gestion des risques inadéquates.

---

16. Voir aussi Borjes (2012) pour une traduction de l'article de Kingsbury et al. (2005).

17. Voir sous-section suivante.

## 2.2 Pratiques de marché et risques systémiques

La flexibilité et l'absence de clauses obligatoires dans la convention cadre de l'ISDA en matière de gestion de risque – les deux parties du contrat étant par exemple libres de fixer les termes de leur engagement en matière de collatéralisation – témoignent de la souplesse du cadre réglementaire mis en place. Simple et non-contrainante, cette convention doit notamment sa popularité à sa capacité à gérer de manière efficace les procédures de résolution en cas de défaut de contrepartie. Cette souplesse dans la gestion des risques est ainsi à l'origine de certaines pratiques de marché qui très vite ont montré leurs limites durant la crise des *subprimes*. L'émission de collatéral – déterminante en ce qu'elle permet de couvrir les risques opérationnels, de défaut ou de contrepartie éventuels (Bliss (2006), Singh (2010a), Segoviano & Singh (2008)) – constitue un des principaux points faibles de la gestion des risques sur les marchés dérivés de gré à gré avant la crise. Ces derniers apparaissent en effet comme fortement sous-collatéralisés, les principales banques dealers ayant pris pour habitude de s'exempter mutuellement et d'exempter leurs clients dits privilégiés – tels les souverains, les banques centrales, ou encore certaines entreprises – de l'émission de collatéral<sup>18</sup>.

Les chiffres de l'ISDA ne donnent cependant pas un bon aperçu du niveau réel de couverture des marchés dérivés de gré à gré. En effet, à la sous-collatéralisation s'ajoute la ré-hypothécatation du collatéral émis – ce dernier étant alors réutilisé comme collatéral par l'entité qui le reçoit (Monnet (2011)). Si la ré-hypothécatation permet de réduire les coûts de transaction sur dérivés, elle favorise aussi la liquidité du marché ; en effet, en réduisant les besoins en liquidité d'un *trader* sur le marché de dérivés recevant du collatéral, la ré-hypothécatation lui donne la possibilité de prendre un nombre plus important de positions – le collatéral étant réutilisé pour une autre transaction de dérivé –, accroissant ainsi les volumes de transactions effectuées, et

---

18. La Commission Européenne a remis en question ces chiffres et suggère de les prendre en compte avec beaucoup de prudence. Plusieurs études reviennent sur le niveau de sous-collatéralisation des marchés dérivés durant les années précédant la crise. Singh (2010b) met notamment l'accent sur leur sous-collatéralisation chronique en se basant sur des données de la Banque des Règlements Internationaux.

partant, la liquidité du marché. La ré-hypothécaton de collatéral tend cependant à fragiliser les marchés dérivés de gré à gré dans la mesure où elle réduit de manière significative les volumes de positions réellement couverts. Elle entraîne en outre une multiplication des interconnexions entre participants de marchés – un même collatéral pouvant être utilisé pour couvrir les positions prises par plusieurs *traders* –, favorisant ainsi les phénomènes de défaut en chaînes en cas de faillite de l'un d'entre eux (Monnet (2011)).

Le problème que pose la ré-hypothécaton en matière de stabilité financière sur les marchés dérivés de gré à gré, s'illustre tout particulièrement en période de crise : consécutivement à la faillite de Lehman Brothers' en 2008, on assiste à un effondrement des volumes de collatéral ré-hypothéqués qui se traduit par un assèchement des marchés en termes de liquidité (Aitken & Singh (2010)). De manière générale, la ré-hypothécaton est une pratique qui tend à fragiliser le marché de dérivés de gré à gré, dans la mesure où elle détourne l'utilisation du collatéral de sa fonction première, ce dernier ne remplissant plus sa fonction de couverture contre le risque de contrepartie. L'émission de collatéral devient un prétexte pour une couverture qui après ré-hypothécaton s'avère factice. Le caractère fallacieux de la ré-hypothécaton comme mécanisme de gestion du risque est d'autant plus patent qu'en période de forte volatilité, cette pratique tend à disparaître, les participants de marchés devenant soudainement plus prudents et prenant conscience de l'ampleur du risque de contrepartie auquel ils s'exposeraient avec la ré-hypothécaton. La ré-hypothécaton et la sous-collatéralisation chronique apparaissent donc comme symptomatiques du faible degré d'exigence réglementaire en matière de couverture des risques et illustrent le caractère secondaire de la gestion du risque de contrepartie sur des marchés dérivés de gré à gré auto-régulés<sup>19</sup>. En prenant en compte ces deux pratiques, il semble fort probable que les chiffres publiés par l'ISDA sous-estiment le niveau de couverture effectif des marchés dérivés de gré à gré, bien que celui-ci semble s'être accru depuis le début de la crise.

---

19. Cependant en période de tensions sur les marchés, les banques tendent à durcir leur gestion des risques et font moins de ré-hypothécaton (Monnet (2011)).

Un des mécanismes de gestion des risques les plus controversés sur les marchés de dérivés est sans doute le *close-out netting* - mécanisme phare de la convention cadre de l'ISDA permettant de compenser et liquider immédiatement l'ensemble des positions vis à vis d'une contrepartie dès lors que celle-ci est en défaut - qui constitue une exemption au droit des faillites américain<sup>20</sup>. C'est, en effet, en 1978 que le congrès américain met en place cette exemption aussi connue sous le nom de "*derivatives safe harbors*". Pour justifier le statut spécial dont bénéficient les produits dérivés, les régulateurs mettent en avant leur trop forte complexité et la nécessité de les isoler des processus de gestion de faillites classiques, et attirent l'attention sur l'impact qu'aurait un gel des actifs d'une contrepartie en défaut sur la volatilité et la croissance du marché (Jackson & Skeel (2012)). L'une des justifications principales de ce type d'exemption demeure cependant la réduction d'effets domino en cas de défaut d'un participant de marché. Le *close-out netting* vise ainsi à contenir le défaut de la contrepartie en difficulté pour ne pas affecter l'activité des autres acteurs sur les marchés de dérivés (Edwards & Morisson (2005)).

Bien que ce mécanisme constitue la clé de voute du système de gestion des risques avant la crise et apparait comme essentiel dans le processus de couverture sur les marchés dérivés, il a au cours des 15 dernières années montré ses limites. En effet, loin de limiter le risque systémique, le *close-out netting* aurait accéléré les phénomènes de crises observés sur les marchés dérivés dès la fin des années 1990 et ce durant la faillite de LTCM en 1998 et le scandale Enron 2001 (Edwards & Morisson (2005), Partnoy (2001), Partnoy (2003)). Plus récemment, Lubben (2010a), Lubben (2010b), Duffie (2010) et Jackson & Skeel (2012) montrent que les liquidations massives de positions suite à l'annonce des défauts de Bear Stearns, Lehman Brothers et AIG ont accéléré leur chute<sup>21</sup>.

---

20. Dans le cadre général, une entreprise en défaut se mettant sous le volet du chapitre 11 de la loi américaine sur les faillites voit ses actifs gelés et bénéficie d'un délai de 90 jours pour honorer ses engagements auprès de ses créditeurs.

21. Ce processus de liquidation massive de positions sur les marchés dérivés de gré à gré durant la crise fut notamment modélisé par Brunnermeier & Pedersen (2009) qui s'intéressent aux interactions entre liquidité de marché et capacité de financement des investisseurs. Ces auteurs montrent ainsi que sous certaines conditions de marché l'accroissement des marges entraîne un assèchement de la liquidité, augmentant significativement

Au vu des scandales financiers qui ont émaillé les marchés de dérivés de gré à gré, les pratiques de marchés et les mécanismes de gestion des risques adoptés sous l'égide de l'ISDA n'ont pas été en mesure de garantir un environnement sûr en période de crise. Ils ont au contraire eu un effet aggravant, en amplifiant les risques systémiques qu'ils étaient supposés contenir. L'absence de remise en cause des mécanismes de gestion des risques mis en place par l'ISDA et les crises observées témoignent ainsi du déficit d'*accountability* de l'association sur les marchés dérivés de gré à gré. Qu'il s'agisse de sous-collatéralisation, de ré-hypothécatation ou de *close-out netting*, l'ISDA semble systématiquement avoir opté pour une réglementation accommodante des marchés, et ce, au détriment de plus de sureté et de stabilité financière.

### 2.3 A l'orée d'un nouveau paradigme réglementaire après la crise des *subprimes*

Comme on a pu le voir, l'ISDA, simple association de participants de marchés à sa création, s'est progressivement imposée comme régulateur de fait sur un marché de dérivés de gré à gré en pleine croissance. La montée en puissance de l'ISDA en matière de régulation s'explique notamment par sa capacité à proposer un cadre réglementaire simple et efficace et par le poids de plus en plus important des marchés dérivés devenus incontournables dans la gestion des risques sur la scène financière mondiale. Le modèle de régulation des marchés dérivés de gré à gré a montré ses limites, la succession de crises et scandales observés sur ces marchés atteignant alors son paroxysme en 2008 avec la crise des *subprimes*.

L'ampleur de la crise récente suggère une profonde remise en cause du modèle de régulation des marchés dérivés de gré à gré, tout particulièrement dans la gestion des risques sur ces marchés. Krug (2013) remet en cause l'approche réglementaire classique des services financiers, en décrivant ce qu'elle appelle l'entité-centrisme (*entity-centrism*) de la régulation financière. Selon Krug (2013) les lois et les règles qui régissent un marché sont entité-centrées la probabilité de défaut sur le marché.

quand elles supposent que les banques, actives sur ce marché, sont des entités indépendantes les unes des autres. Ainsi, l'approche en matière de gestion des risques du régulateur (en matière d'exigences et d'obligations) va se concentrer sur une banque sans prendre en compte ses liens et connexions avec d'autres entités (partenaires, filiales, concurrentes, etc.). Cet entité-centrisme est présent à tous les stades de la réglementation et dicte la manière dont les banques sont amenées non seulement à gérer leur risques, déterminer les règles encadrant les processus de mise en faillite et de liquidation sur les marchés financiers. Dans un environnement où au cours des 10 dernières années, le degré d'interconnexion entre participants de marchés n'a eu de cesse de s'accroître, [Krug \(2013\)](#) souligne le caractère obsolète d'une telle approche et les dangers qu'elle représente pour la stabilité financière.<sup>22</sup> Ainsi on retrouve l'essence même de l'entité-centrisme dans le *close-out netting*, avec cette idée d'isolement d'une entité en défaut, sans prise en compte de l'effet d'une liquidation totale de ses actifs sur les autres acteurs du marchés<sup>23</sup>.

L'entité-centrisme se reflète aussi dans le modèle de compensation bilatérale sur les marchés de dérivés de gré à gré : dans ce modèle la segmentation du risque par contrepartie implique que celles-ci sont indépendantes les unes des autres. Or à nouveau, l'interconnexion entre participants de marchés montre que les risques de contrepartie, loin d'être individualisés sont largement partagés entre participants de marchés et remet ainsi en cause l'efficacité d'une gestion bilatérale du risque de contrepartie dans un environnement financier fortement interconnecté.

Alors que le risque d'effets domino constitue la principale crainte des régulateurs au début des années 1980 ([Jackson & Skeel \(2012\)](#)) – l'isolement du "domino défaillant" étant perçu comme la solution pour contenir la crise potentielle –, l'interconnexion entre participants de marchés, la globalisation des échanges financiers et les risques accrus en matière de stabilité financière

---

22. La critique de l'entité-centrisme mise en avant par [Krug \(2013\)](#) fait écho aux critiques de l'approche micro-prudentielle de la réglementation financière faites après la crise (voir [French et al. \(2010\)](#) et [Hanson et al. \(2011\)](#)).

23. La faillite de Lehman Brothers et son impact en termes de risque systémique en sont un bon exemple ([Duffie \(2010\)](#)).

poussent les régulateurs nationaux et supranationaux à reprendre les rênes de la régulation des marchés dérivés de gré à gré. Après près de 30 ans de laisser-faire, on assiste donc à un changement de paradigme réglementaire sur ces marchés<sup>24</sup>, l'ISDA, hégémon en matière de réglementation, cédant sa place aux régulateurs nationaux et supranationaux sur des marchés dérivés de gré à gré.

### 3 La réduction des risques systémiques au centre de la nouvelle régulation des marchés dérivés de gré à gré

La crise des *subprimes* est aujourd'hui perçue comme la crise la plus violente qu'ait connue la sphère financière mondiale depuis 1930. Moins d'un an après la faillite de Lehman Brothers, dans un contexte de tensions économiques et sociales fortes, les pays du G20 se sont réunis à l'occasion du sommet de Pittsburgh en septembre 2009 pour planter les bases d'une nouvelle régulation financière internationale. Dans le préambule de leur discours<sup>25</sup>, les membres du G20 se montrent alors particulièrement virulents et incisifs concernant le fonctionnement des marchés de dérivés avant la crise.

Dès le premier article du préambule, les pays du G20 soulignent ainsi la nécessité de *"tourner la page d'une ère d'irresponsabilité et [d']adopter un ensemble de mesures, de règles et de réformes nécessaires pour répondre aux besoins de l'économie mondiale du XXIème siècle"*. Ils proposent en outre *"de veiller à ce que [les] systèmes de régulation des banques et des autres établissements financiers contiennent les excès qui ont conduit à la crise. Là où l'inconscience et l'absence de responsabilité ont entraîné la crise, [ils] n'autoriseront pas un retour aux pratiques bancaires antérieures (...)"*. Leur

---

24. Pagliari (2012) évoque le même phénomène sur les marchés de dérivés de gré à gré avant et après la crise des *subprimes*.

25. cf. Sommet de Pittsburgh : déclaration des chefs d'états et de gouvernements : <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925-fr.html>



initiative vise ainsi à *"élever les normes en matière de capitaux, pour mettre en œuvre des normes internationales strictes en matière de rémunérations afin de mettre un terme aux pratiques qui entraînent une prise de risques excessive, pour améliorer le marché de gré à gré des produits dérivés, et pour créer des instruments plus puissants afin que les grandes sociétés multinationales assument la responsabilité des risques qu'elles prennent. Les normes applicables aux grands établissements financiers multinationaux doivent être à la mesure du coût que représente leur faillite"*.

Ce discours témoigne ainsi de la détermination de ces pays à réduire les risques inhérents à un marché longtemps laissé aux mains des lobby financiers et illustre la prise de conscience de la nécessité d'une responsabilisation de ces derniers. Les principaux engagements du G20 en matière de réduction des risques sur les marchés dérivés de gré à gré portent sur : *i) la négociation de tous les contrats de produits dérivés de gré à gré standardisés sur des plates-formes de négociation électronique, ii) la compensation de tous les produits dérivés de gré à gré standardisés dans des Central Counterparty Clearinghouses (CCPs), iii) l'enregistrement des contrats dérivés de gré à gré auprès de référentiels centraux, iv) le relèvement des exigences en capital pour les contrats n'étant pas sujets à la compensation centrale.*

### **3.1 La réforme des marchés dérivés de gré à gré en Europe et aux États-Unis**

En réponse à la crise des *subprimes*, les membres du G20 créent en avril 2009 le Conseil de Stabilité Financière (CSF) qui a pour mission de *"promouvoir la stabilité financière à l'échelle internationale"*. Selon sa charte, l'une des missions du CSF est entre autres, de coordonner au niveau international le travail des autorités financières nationales et des organismes normatifs tels que le Comité sur les Systèmes de Paiements et de Règlement Livraison et l'Organisation Internationale des Commissions des Valeurs (OICV). Le CSF est ainsi considéré comme étant le quatrième pilier de la gouvernance économique mondiale, les trois premiers piliers étant le Fond Moné-

taire International (FMI), la Banque Mondiale, et l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC)<sup>26</sup>. Ces engagements vont longuement et fortement révolutionner le paysage réglementaire sur les marchés de dérivés et constituent un tournant fondamental dans la réglementation des marchés dérivés. En effet, il s'agit de la première initiative de ce type coordonnée à l'échelle internationale.

En Europe, le projet de règlement initié par la Commission Européenne et portant sur la régulation sur les marchés dérivés de gré à gré, l'*European Markets Infrastructures Regulation* (EMIR)<sup>27</sup> est finalement adopté le 4 juillet 2012 et entre en application le 16 Août de la même année. Comme tout règlement européen, EMIR est à son application obligatoire dans toutes ses dispositions : les états membres sont tenus de les appliquer telles qu'elles sont définies par le règlement. Le règlement est donc directement applicable dans l'ordre juridique des États membres. Les normes techniques qui complètent le règlement ont été adoptées par la commission le 19 décembre 2012, soumises au Parlement et au Conseil de l'Union Européenne le 19 Février 2013 et entrent en vigueur le 15 mars 2013. Le 19 décembre 2012, la Commission adopte définitivement les normes techniques<sup>28</sup>, finalisant ainsi les exigences relatives à l'obligation de compensation et de déclaration des produits dérivés, en ligne avec les engagements du G20 de Pittsburgh en septembre 2009. Ces normes concernent notamment les exigences en capital relatives aux CCP, les informations minimales à déclarer aux référentiels centraux mais aussi les techniques d'atténuation des risques pour les contrats dérivés de gré à gré non compensés par une CCP.

En réponse à la crise, l'Union Européenne s'est, elle aussi, dotée de nouvelles autorités de régulation et de supervision des marchés financiers et sur proposition de la Commission Européenne, a créé le Système Européen de Supervision Financière – le European System of Financial Supervision (ESFS)

---

26. Voir le Discours de Geithner sur la réforme des marchés dérivés : <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg425.aspx>.

27. Règlement (UE) numéro 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux.

28. Voir [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/derivatives/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm).

– comprenant quatre nouvelles autorités de supervisions – *European Supervisory Authorities* (ESA)<sup>29</sup>. Alors que les structures de régulation existantes avant la crise avaient essentiellement un rôle consultatif auprès de la Commission Européenne, les nouvelles ESAs voient leur pouvoir d'intervention et de supervision accru<sup>30</sup>. La création de nouvelles institutions illustre le désir de faire table rase des initiatives précédentes et de redynamiser la supervision micro- et macro-prudentielle européenne. Parmi elles, l'ESMA joue un rôle clé dans la supervision et la régulation des marchés dérivés : en charge de la définition des produits financiers échangés sur les marchés et de la supervision de certaines entités, telles que les agences de notation, à l'échelle européenne, elle s'est vu attribuer le rôle de "chien de garde" des marchés financiers à l'échelle européenne. L'ESMA contribue en outre à la stabilité financière dans la zone-euro en travaillant de concert avec l'ESRB dans la réduction des menaces concernant la stabilité financière européenne.

Aux États-Unis, un an après le sommet du G20, le *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (DFA) est définitivement adopté le 20 juillet 2010. L'objectif du DFA est de "promouvoir la stabilité financière des États-Unis en améliorant la responsabilisation et la transparence dans le système financier pour limiter le nombre d'entreprises "trop importantes pour faire faillite" ("*Too big to fail*"), protéger le contribuable américain des opérations de sauvetage et protéger le consommateur américain des pratiques financières abusives (...)"<sup>31</sup>. Consécutivement à l'adoption du Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (DFA), la CFTC a été mandatée pour dessiner le cadre réglementaire du marché des dérivés américain. Elle a ainsi identifié 38 zones de régulation ; couvrant aussi bien la

---

29. Parmi lesquelles on retrouve l'Autorité Européenne Bancaire – *European Banking Authority* (EBA), l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles – *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EOIPA), l'Autorité Européenne des Marchés Financiers – *European Securities and Markets Authority* (ESMA), le Conseil Européen du Risque Systémique – *European Systemic Risk Board* (ESRB) sous la responsabilité de la Banque Centrale Européenne.

30. L'European Banking Authority (EBA) aura par exemple le pouvoir de passer outre les régulateurs nationaux en cas de non régulation adéquate des banques qu'ils sont supposés réguler.

31. Voir le texte du DFA (HR 4173) à l'adresse suivante : <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>.

réglementation de la compensation sur les marchés de dérivés que les procédures d’approbation des plateformes de trading de dérivés<sup>32</sup>. Les États-Unis se sont eux aussi dotés de nouvelles structures de régulation et de supervision<sup>33</sup>. A l’instar de l’**ESRB** pour l’Europe, le **FSOC** est créé pour identifier les risques en termes de stabilité financière sur le marché américain. Concernant les marchés dérivés, les agences de régulation et de supervision des marchés existantes telles que la **SEC** ou encore la **CFTC** se sont vues attribuer de nouvelles responsabilités et de nouveaux pouvoirs dès l’adoption de la loi de réforme des marchés financiers américains.

La stabilité financière et la prévention des risques systémiques et de contagion sur les marchés financiers apparaissent comme les fers de lance de la nouvelle régulation internationale. En créant le **CSF**, l’**ESRB** et le **FSOC**, le G20, l’Union Européenne et les États-Unis se sont chacun dotés d’une nouvelle structure de contrôle et d’analyse du risque systémique<sup>34</sup>. Cette démarche constitue une réponse politique forte à la crise des *subprimes* et illustre la volonté des instances des pays du G20 de limiter les risques de contagion sur ce marché.

Outre la création de nouvelles structures de régulation, la nouvelle réforme des marchés dérivés de gré à gré, l’enregistrement de l’ensemble des transactions sur les marchés dérivés et l’obligation de compensation centrale des dérivés standardisés constituent une avancée significative en matière de trans-

---

32. Voir le site de la **CFTC** pour plus d’informations : <http://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/Rulemakings/index.htm>.

33. Parmi lesquelles on retrouve le *Consumer Financial Protection Bureau* (**CFPB**), le *Financial Stability Oversight Council* (**FSOC**), l’*Office of Financial Research* (**OFR**).

34. On peut en outre noter que si les États-Unis ont mis en place, avec le **DFA**, une réforme brassant l’ensemble des activités du secteur financier américain, son champs, loin de se limiter aux marchés de dérivés, touche aussi des domaines d’activités tels que la notation crédit, la gouvernance, ou encore l’audit. L’initiative de la Commission Européenne concernant la régulation sur les marchés dérivés s’inscrit, elle, dans un cadre de réforme lui aussi plus large, mais ne s’est pas faite par le biais d’un projet de loi unique - ou la publication d’un texte de loi unique - comme ce fut le cas aux États-Unis, mais à travers un ensemble de directives et règlements ciblés qui accompagnent et complètent la régulation **EMIR** - tels que la directive sur les marchés d’instruments financiers révisée – la *revised Markets in Financial Instruments Directive* (**MiFID II**) – et le règlement concernant les instruments financiers et modifiant le règlement European Markets Infrastructures Regulation (**EMIR**) – la *Markets in Financial Investments Regulation* (**MiFIR**).

parence et permettent ainsi d'améliorer la supervision et de limiter les risques systémiques sur les marchés dérivés de gré à gré. La compensation centrale constitue un élément fondamental de cette réglementation, et introduit un nouvel acteur sur les marchés de dérivés de gré à gré : la chambre de compensation – CCP.

### 3.2 Les CCPs, fer de la lance de la réforme des marchés dérivés de gré à gré

La gestion du risque de contrepartie constitue un des objectifs phares de la réforme des marchés de dérivés. Les CCPs se sont progressivement imposées comme une alternative sûre dans la gestion du risque de contrepartie face au modèle "classique" de compensation bilatérale<sup>35</sup>. Les CCPs se sont montrées particulièrement résistantes en période de forte volatilité sur les marchés et notamment durant la crise des *subprimes* (Rochet (2010), Russo (2010) et Norman (2011)) et plusieurs études récentes s'accordent sur les apports de la compensation multilatérale dans la réduction du risque de contrepartie (Segoviano & Singh (2008), Aitken & Singh (2009), Singh (2009), GFSR (2010), Duffie & Zhu (2011)<sup>36</sup>).

La CCP dispose en outre d'une succession de garde-fous (connu sous le nom de "*default Waterfall*") qui lui permettent d'absorber les pertes importantes en cas de défaut d'un de ses Clearing Members (CMs) et parallèlement de maintenir ses obligations de compensation vis-à-vis de ses autres membres.

---

35. Les épisodes d'effondrement de CCP restent extrêmement rares (Knott (2002), Ripatti (2004)), on recense en effet uniquement 3 effondrements de CCP depuis la fin des années 1980.

36. Si les bénéfices de la compensation multilatérale sur le risque de contrepartie restent théoriques dans la plupart de ces études, seuls Duffie & Zhu (2011) et Cont & Kokholm (2012) comparent effectivement ces deux approches. Duffie & Zhu (2011) montrent les effets bénéfiques de l'introduction d'une chambre de compensation qui permettrait de réduire l'exposition moyenne au risque de contrepartie à condition que celle-ci ait un nombre de participants très élevé (et peu réaliste). Cont & Kokholm (2012) reprennent le modèle de Duffie & Zhu (2011) et montrent que pour des classes d'actifs hétérogènes vis-à-vis du risque et corrélées, les CCPs permettent de réduire significativement l'exposition au risque de contrepartie sur les marchés de dérivés de gré à gré.

En cas de défaut d'un de ses CMs, la CCP, i) fera appel à la marge initiale émise lors de la transaction, ii) si cette marge initiale s'avère insuffisante elle utilisera la contribution de ce CM au fond de défaut (Fond auquel contribuent l'ensemble des CMs fonction du volume de transaction qu'ils compensent sur la CCP), iii) elle fera ensuite appel à une partie de son capital propre, iv) puis à la contribution au fond des CMs qui ne sont pas en défaut, v) en dernier recours, elle demandera une contribution additionnelle aux autres CMs (GFSR (2010), Singh (2013), Dion (2013)). Cette mutualisation des risques constitue un des atouts du modèle de gestion multilatérale sur les marchés dérivés, et permet de réduire significativement les risques de défaut en période de crise, et, partant, participe à une réduction significative du risque systémique.

Une trop grande concentration du risque de contrepartie demeure cependant l'un des points faibles des chambres de compensation, celles-ci étant susceptibles de s'effondrer en cas de défaut d'un ou plusieurs de ses CMs (Pirrong (2011)) – les dommages consécutifs à l'effondrement d'une CCP ayant alors des répercussions en termes de risque systémique bien plus importantes que lorsque les contrats sont compensés de manière bilatérale. Les dispositions mises en place pour réduire le risque systémique sur les CCPs au niveau international ont été élaborées dans le cadre du CSF.

Les quatre mesures de précautions proposées par le CSF comprennent : *i) la mise en place d'un accès juste et ouvert aux chambres de compensation*. Ce dispositif vise essentiellement à ouvrir le plus largement possible l'accès au clearing, l'accès aux CCP étant encadré par un ensemble de principes réglementaires visant à réduire la concentration du risque au niveau des dealers et bénéficier des retombées positives d'une concurrence accrue sur le marché du clearing (Dion (2013))<sup>37</sup>, *ii) la Coopération dans la supervision*, avec la mise en place d'un dispositif de supervision de CCP entre les juridictions nationales et notamment concernant l'activité des CCPs étrangères ayant un poids important sur leurs marchés locaux, *iii) la mise en place d'un cadre de*

---

37. Voir aussi le rapport du CSF sur l'état des lieux des réformes sur les marchés dérivés de gré à gré en 2013 (cinquième rapport), disponible sur : [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_121031a.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_121031a.pdf).

*résolution et de rétablissement*, permettant en cas de défaut éventuel d'une CCP de réduire l'ampleur des tensions résultantes sur les marchés de dérivés, *iv) la mise en place de dispositions concernant la liquidité sur le marché*, les CCPs seraient tenues de détenir des niveaux d'actifs liquides suffisants.

L'accès des CCPs à la liquidité centrale a notamment été évoqué, les CCPs bénéficiant alors dans des conditions extrêmes de faible liquidité d'un apport de liquidité des banques centrales de la juridiction sur laquelle elles sont actives<sup>38</sup>. La question de la stabilité des CCPs et de leur capacité à réduire les risques systémiques sur les marchés dérivés dépend fortement de la cohérence de l'environnement réglementaire qui les régit. Il apparaît déterminant que soit mise en place une harmonisation des exigences notamment en matière de capital des chambres de compensation à l'échelle internationale dans la mesure où ces dernières de par la nature même de leur activité sont amenées à exercer leur mission de gestion du risque et de compensation transfrontalières.

### **3.3 Harmonisation de la réglementation au niveau international et extraterritorialité**

L'harmonisation des règles entre les juridictions est essentielle à la mise en œuvre d'une politique de supervision efficace à l'échelle internationale. Elle permet en effet de limiter les opportunités d'arbitrage entre juridictions qui compromettraient de manière significative les initiatives mises en place par le G20 et limiteraient ainsi le degré de protection général offert par le nouvel environnement réglementaire. Consécutivement aux sommets du G20 de Pittsburgh (Septembre 2009), Toronto (Juin 2010) et Cannes (Novembre 2011), plusieurs initiatives d'harmonisation de la réglementation ont vu le jour, avec notamment la création dès janvier 2009 du forum des régulateurs

---

38. La question de l'accès à la liquidité centrale a plusieurs fois été abordée notamment au sein du CSF par le biais de Paul Tucker, vice-gouverneur de la *Bank of England*, voir article : <http://www.risk.net/risk-magazine/news/2196858/central-banks-working-on-liquidity-support-for-ccps-says-boe-s-tucker>. Voir aussi ? et Chande (2010).

de dérivés de gré à gré<sup>39</sup> – le *OTC Derivatives Regulators' Forum* (ODRF). Le CSF crée ensuite en avril 2010 un groupe de travail sur les produits dérivés de gré à gré – le *OTC Derivatives Working Group* (ODWG) – qui joue un rôle important dans la transposition des recommandations dans les réglementations nationales. Son premier rapport publié en Octobre 2010 établit 21 recommandations sur les questions pratiques posées par les autorités de supervisions dans la mise en place des recommandations du G20<sup>40</sup>.

Outre l'ODRF et l'ODWG, d'autres initiatives ont émergé telles que le groupe de travail sur l'harmonisation des exigences de marges pour les dérivés non compensés de manière centrale mis en place par le comité de Bâle et l'OICV en novembre 2011. La multiplication d'initiatives internationales illustre la forte implication des instances de supervision nationales (par le biais du CSF et de l'OICV dont elles sont membres) dans la régulation des marchés dérivés. Leur intérêt pour une plus grande harmonisation des règles de contrôle et des pratiques de supervision à l'échelle internationale n'a cependant pas empêché l'adoption d'une réglementation spécifique des marchés aux niveaux régionaux et nationaux (les plus connus étant EMIR pour l'Union Européenne et le DFA aux États-Unis). Le modèle de régulation international actuel s'apparente à ce que Dallara (2013) qualifie de modèle de réglementation hybride dans lequel la réglementation se développe aux niveaux régionaux ou nationaux, empêchant ainsi le développement d'un socle de normes communes. Malgré les efforts d'harmonisation de la réglementation des marchés dérivés entrepris en 2009, celle-ci reste donc fortement fragmentée, avec d'un côté le bloc européen soumis à la régulation EMIR et le bloc américain de l'autre régi par le DFA.

Les mesures mises en place pour développer les règles d'extraterritorialité en Europe et aux États-Unis devraient cependant permettre de pallier l'absence d'harmonisation du socle réglementaire au niveau international. En effet, les

---

39. Voir la liste des membres sur le site web du forum : <http://www.otcdrf.org/about/members.htm>.

40. L'OTC Derivatives Working Group (ODWG) publie notamment un rapport tous les semestres qui dresse un état des lieux des progrès effectués par chaque juridiction dans la mise en place des recommandations du G20. Voir son site web : [http://www.financialstabilityboard.org/list/fsb\\_publications/index.htm](http://www.financialstabilityboard.org/list/fsb_publications/index.htm).



DFA et EMIR adoptés aux États-Unis et au sein de l'Union Européenne ne s'appliquent qu'aux acteurs de marché résidant dans chacune des ces zones. Les dispositions en termes d'extraterritorialité devraient donc permettre de définir à quel est le régime seront soumis les acteurs non-résidents dans ces deux zones. Les premières initiatives en matière d'extraterritorialité furent prises par la CFTC avec la publication d'un projet d'orientation en juin 2012<sup>41</sup>, suivi d'une proposition de règles publiée par la SEC en Mai 2013<sup>42</sup>. En Europe, l'ESMA devrait publier les standards techniques concernant les dispositions en termes d'extraterritorialité<sup>43</sup> d'ici le 25 septembre 2013<sup>44</sup>.

Ces dispositions sont de toute première importance dans la mesure où près de 80% des transactions sur le marché ont lieu entre des contreparties ne résidant pas dans le même pays et n'étant donc pas soumises aux mêmes juridictions (Barnier (2013)). Aux États-Unis, elles ont suscité de vifs débats entre régulateurs et participants de marchés, qui se sont concentrés sur le manque de précision des propositions soumises par la CFTC en matière d'extraterritorialité<sup>45</sup> et la crainte d'une duplication de la réglementation : les participants de marchés non-américains se voyant imposer les mêmes exigences en termes de gestion du risque que leurs homologues américains, en-sus des exigences qu'ils sont amenés à remplir vis à vis de leur juridiction d'origine. La complexité des réformes à venir en matière d'extraterritorialité ne doit cependant pas faire perdre de vue leur caractère décisif dans la mise en place d'une réglementation internationale plus efficace. En effet, l'importance de l'Union

---

41. Il s'agit du projet portant l'application transfrontalière des provisions sur les produits dérivés du titre VII du DFA, voir lien : <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6293-12>.

42. Proposition qui améliore et complète celle de la CFTC. Voir lien : <http://www.sec.gov/rules/proposed/2013/34-69490.pdf>.

43. Ces standards techniques concernent les articles 4(4) et 11(14) de la réglementation (EU) No 648/2012 sur les produits dérivés, la contrepartie centrale et les référentiels centraux (EMIR).

44. Voir la requête de la Commission à cet égard : [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/derivatives/130513\\_equivalence-procedure\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/derivatives/130513_equivalence-procedure_en.pdf).

45. Voir les débats sur le manque de clarté de la définition d'acteur de marché "résident américain" (ou "US-Person") donnée par la CFTC. Cf. le Rapport d'orientation de la CFTC sur l'extraterritorialité sur les marchés dérivés : <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2012-16496a.pdf>.

Européenne et des États-Unis sur les marchés de dérivés en termes de volumes de marchés, les rendent incontournables pour les participants de marchés des autres zones du G20. La mise en place d'une réglementation claire et adéquate en matière d'extraterritorialité - outre l'importance qu'elle revêt pour les transactions entre zone Euro et zone US - permettrait donc d'harmoniser à long terme les procédures de reconnaissance inter-juridictionnelles, de contrôle et de supervision des marchés dérivés à l'échelle internationale.

### 3.4 Conclusion générale

Les marchés dérivés de gré à gré - faiblement régulés entre la fin des années 1980 et la fin des années 1990 et totalement dérégulés dès le début des années 2000 - ont connu une croissance importante au cours des 10 dernières années. Face au laisser-faire des régulateurs nationaux, les participants de marchés ont progressivement développé, par le biais de l'[ISDA](#), un socle réglementaire souple permettant d'harmoniser leurs pratiques de marchés et de gestion du risque de contrepartie. Cependant, les mécanismes de gestion du risque de contrepartie ont rapidement montré leurs limites, la crise financière sonnant alors le glas de près de 30 ans d'autorégulation.

L'initiative des pays du G20 en 2009 a permis de combler le vide juridique en matière de réglementation des marchés dérivés. Ainsi, l'adoption d'un cadre réglementaire plus strict, avec notamment la mise en avant de nouveaux acteurs, tels que les [CCPs](#) et les référentiels centraux, devraient permettre une gestion plus transparente et plus sûre du risque. Le développement de règles d'extraterritorialité, en outre, apparaît comme décisif dans un contexte de mondialisation accrue des échanges financiers et indispensable à une meilleure harmonisation des processus de réglementation et une réduction des effets d'arbitrage entre juridictions. La transposition des engagements du G20 aux droits nationaux va cependant entraîner une fragmentation réglementaire des marchés de dérivés. Cette fragmentation des marchés dérivés se traduit par l'incapacité de certains acteurs de marchés à opérer dans des pays dans lesquels ils ne sont pour l'instant pas reconnus juridiquement. A court terme,

il s'agit une régression en termes d'ouverture et d'accès au marché par rapport la période précédant la crise. Cependant, le modèle actuel de réglementation, au vu des outils et des efforts mis en œuvre par les principaux régulateurs du G20 – que ce soit en termes de gestion du risque, de transparence ou encore relèvement des exigences en capital notamment sur les marchés non compensés de manière centrale – constitue, au-delà d'un simple changement de paradigme réglementaire, une réelle avancée en termes de sécurité et de stabilité financière.

## Liste d'abréviations

<b>ISDA</b>	International Swap and Derivatives Association
<b>CCP</b>	Central Counterparty Clearinghouse
<b>OTC</b>	Over-The-Counter
<b>BRI</b>	Banque des Règlements Internationaux
<b>CEA</b>	Commodity Exchange Act
<b>FTPA</b>	Futures Trading Practice Act
<b>CFTC</b>	Commodities Futures Trading Commission
<b>SEC</b>	Securities and Exchange Commission
<b>PWG</b>	President's Working Group
<b>CRMPG</b>	Counterparty Risk Management Policy Group
<b>CFMA</b>	Commodity Futures Modernization Act
<b>MA</b>	Master Agreement
<b>GAL</b>	Global Administrative Law
<b>CSF</b>	Conseil de Stabilité Financière
<b>OICV</b>	Organisation Internationale des Commissions des Valeurs
<b>FMI</b>	Fond Monétaire International
<b>OMC</b>	Organisation Mondiale du Commerce
<b>EMIR</b>	European Markets Infrastructures Regulation
<b>ESFS</b>	European System of Financial Supervision
<b>ESA</b>	European Supervisory Authorities
<b>EBA</b>	European Banking Authority
<b>EOIPA</b>	European Insurance and Occupational Pensions Authority
<b>ESMA</b>	European Securities and Markets Authority
<b>ESRB</b>	European Systemic Risk Board
<b>DFA</b>	Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act
<b>CFPB</b>	Consumer Financial Protection Bureau

**FSOC** Financial Stability Oversight Council

**OFR** Office of Financial Research

**MiFID II** revised Markets in Financial Instruments Directive

**MiFIR** Markets in Financial Investmensts Regulation

**CM** Clearing Member

**ODRF** OTC Derivatives Regulators' Forum

**ODWG** OTC Derivatives Working Group

## Références

- Aitken, J. & Singh, M. (2009). *Counterparty Risk, Impact on Collateral Flows, and Role for Central Counterparties*. Working Paper 173, IMF.
- Aitken, J. & Singh, M. (2010). *The (sizable) role of rehypotecation in the Shadow Banking System*. Working Paper 172, IMF.
- Baker, C. (2010). Regulating the invisible : The case of over-the-counter derivatives. *Notre Dame Law Review*, 85.
- Baldassare, M. (1998). *When Government Fails : The Orange County Bankruptcy*. University of California Press.
- Barnier, M. (2013). International cooperation : a sine qua non for the success of otc derivatives markets reform. *Financial Stability Review - Banque de France*, (17).
- Bliss, C. et Kaufman, G. (2006). Derivatives and systemic risk : Netting, collateral, and closeout. *Journal of Financial Stability*, 2(1), 55–70.
- Bories, C. d. (2012). *Un droit administratif global ?, Actes du colloque des 16-17 juin 2011, Université Paris Ouest Nanterre La Défense, CEDIN (Centre de droit international) et CRDP (Centre de recherche en droit public)*. Coll. Cahiers Internationaux, Paris.
- Borowicz, M. (2012). *Accountability in Transnational Contractual Governance : The International Swap and Derivatives Association*. IILJ Emerging Scholars Paper 23, Institute for International Law and Justice.
- Brunnermeier, M. & Pedersen, L. (2009). Market liquidity and funding liquidity. *Review of Financial Studies*, 22(6), 2201–2238.
- Capelle-Blancard, G. (2010). *Are Derivatives Dangerous ? a Litterature Survey*. Working Paper 24, CEPII.
- Chande, N. et Labelle, N. e. T. E. (2010). Central counterparties and systemic risk. *Financial Stability Review - Bank of Canada*.

- Cont, R. & Kokholm, T. (2012). *Central Clearing of OTC Derivatives : bilateral vs multilateral netting*. Technical report, <http://arxiv.org/abs/1304.5065>.
- Dallara, C. (2013). Containing extraterritoriality to promote financial stability. *Financial Stability Review - Banque de France*, (17).
- Danielsen, D. (2005). How corporations govern : Taking corporate power seriously in transnational regulation and governance. *Harvard International Law Journal*, 46(2).
- Dion, J.-P. et Lane, T. e. S. J. (2013). Access to central counterparties : why it matters and how it is changing. *Financial Stability Review - Banque de France*, (17).
- Duffie, D. (2010). The failure mechanics of dealer banks. *Journal of Economic Perspectives*, 24(1), 51–72.
- Duffie, D. & Zhu, H. (2011). Does a central clearing counterparty reduce counterparty risk? *Review of a Asset Pricing Studies*, 1, 74–95.
- Edwards, F. & Morisson, E. (2005). Derivatives and bankruptcy code : Why the special treatment? *Yale Journal on Regulation*, 1(22), 91–122.
- Flanagan, S., M. (2001). The rise of a trade association : Group interactions within the international swaps and derivatives association. *Harvard Negotiation Law Review*.
- French, K., Baily, M., Campbell, J., Cochrane, J., Diamond, D., Duffie, D., Kayshyap, A., Mishkin, F., Rajan, R., Scharfstein, D., Shiller, R., Shin, H., Slaughter, M., Stein, J., & Stulz, R. (2010). *The Squam Lake Report : Fixing the Financial lSystem*. Technical report, Princeton University Press.
- GFSR (2010). *Meeting new challenges to stability and building a safer system*. Technical report, IMF Global Financial Stability Report.

- Greenberger, M. (2011). Overwhelming a financial regulatory black hole with legislative sunlight : Dodd-frank's attack on systemic economic destabilization caused by an unregulated multi-trillion dollar derivatives market. *Journal of Business and Technology Law*, 6(1), 125–167.
- Hanson, S., Kayshyap, A., & Stein, J. (2011). A macroprudential approach to financial regulation. *Journal of Economic Perspectives*, 25(1), 3–28.
- Jackson, T. & Skeel, D. (2012). Transaction consistency and the new finance in bankruptcy. *University of Pennsylvania Law School*, 112(11-06), 152.
- Kingsbury, B., Krisch, N., & Stewart, R. (2005). The emergence of global administrative law. *Law and Contemporary Problems*, 68(3-4).
- Knott, R. et Mills, A. (2002). Modelling risk in central counterparty clearing houses : a review. *Financial Stability Review, Bank of England*.
- Krug, A. (2013). Escaping entity-centrism in financial services regulation. *Columbia Law Review*, 113(08).
- Lubben, S. (2010a). The bankruptcy code without safe harbors. *American Bankruptcy Institute Law Journal*, 84.
- Lubben, S. (2010b). Repeal the safe harbors. *American Bankruptcy Institute Law Review*, 18.
- Monnet, C. (2011). *Rehypothecation*. Business review, Philadelphia.
- Muir Watt, H. (2012). *Private International Law Beyond the Schism*. IILJ Emerging Scholars Paper 1, Institute for International Law and Justice.
- Norman, P. (2011). *The Risk Controllers : Central Counterparty Clearing in Globalised Financial Markets*. John Wiley and Sons.
- Pagliari, S. (2012). Who governs finance ? the shifting public–private divide in the regulation of derivatives, rating agencies and hedge funds. *European Law Journal*, 18(1), 44–61.



- Partnoy, F. (2001). *Enron and Derivatives*. Working paper series, University of San Diego School of Law.
- Partnoy, F. (2003). A revisionist view of enron and the sudden death of 'may'. *Villanova Law Review*, 48(4).
- Pirrong, C. (2011). *The Economics of Central Clearing : Theory and Practice*. Discussion paper series, ISDA.
- Ripatti, K. (2004). *Central counterparty clearing : constructing a framework for evaluation of risks and benefits*. Discussion Papers 30, Bank of Finland.
- Rochet, J.-C. (2010). Systemic risk : Changing the regulatory perspective. *International Journal of Central Banking*, 6(4).
- Russo, D. (2010). Otc derivatives : financial stability challenges and responses from authorities. *Financial Stability Review, Banque de France*, (14).
- Segoviano, M. & Singh, M. (2008). *Counterparty Risk in Over-The-Counter Derivatives Markets*. Working Paper 238, IMF.
- Singh, M. (2009). *Counterparty Risk, Impact on Collateral Flows, and the Role of Central Counterparties*. Working Paper 173, IMF.
- Singh, M. (2010a). *Collateral, Netting and Systemic Risk in the OTC Derivatives Markets*. Working Paper 99, IMF.
- Singh, M. (2010b). Under-collateralisation and rehypothecation in the otc derivatives markets. *Financial Stability Review - Banque de France*, (14).
- Singh, M. (2013). Making the over-the-counter derivatives markets safe : a fresh look. *Journal of Financial Markets Infrastructures*, 1(3).
- Stout, L. (2011). Derivatives and the legal origin of the 2008 crisis. *Harvard Business Law Review*, 1.
- Stulz, R. (2004). Should we fear derivatives? *Journal of Economic Perspectives*, 18(3).