

*« La réforme des marchés dérivés de gré à gré : les causes d'un retard »*

Les dirigeants politiques européens s'impatientent. Dans une lettre commune datée du 11 mars dernier, quatre d'entre eux ont appelé le président de la Commission européenne et le président en exercice du Conseil de l'Union européenne à « *intensifier les initiatives européennes en faveur d'une plus grande transparence du marché des produits dérivés conformément aux décisions du G 20* »<sup>1</sup>. Il est vrai que le projet communautaire de réforme des marchés dérivés de gré à gré a pris du retard. Il suffit pour s'en convaincre de s'en remettre au calendrier des « *actions futures* » qui clôturait la communication de la Commission européenne du 20 octobre 2009, la dernière en date, « *en faveur de marchés de produits dérivés efficaces, sûrs et solides* » : « *proposition de législation sur la compensation par contrepartie centrale : mi-2010 ; modification de la directive fonds propres : fin 2010 ; proposition de législation sur les référentiels centraux : mi-2010 ; obligation de négocier les contrats normalisés sur des marchés organisés : fin 2010...* »<sup>2</sup> Ces échéances sont proches. Or, à notre connaissance, aucune proposition de texte n'est en situation d'être présentée au Parlement européen non plus qu'au Conseil de l'Union européenne.

Et ce retard n'est pas dénué de conséquences. Il faut l'avoir à l'esprit, les États-Unis sont engagés dans une réforme comparable des marchés dérivés de gré à gré<sup>3</sup> ; et cette réforme est plus avancée que ne l'est la nôtre, puisqu'elle est déjà inscrite sur le calendrier de l'Union et sera donc bientôt soumise aux votes de la Chambre des représentants puis du Sénat américains<sup>4</sup>. S'agissant ici de réglementer une activité financière mondialisée, il existe évidemment un risque que la législation fédérale américaine produise des effets extraterritoriaux : le législateur communautaire, s'il tarde à intervenir, sera moins libre de ses choix.

Pour expliquer les causes de ce retard qui pourrait nous être préjudiciable, il est habituel d'invoquer le renouvellement de la Commission européenne achevé, il est vrai, au début du mois de février 2010 seulement. C'est là sans doute une raison, mais ce n'est sans doute pas là la seule raison. L'analyse conduit à se rendre également à une idée à la fois plus simple et plus profonde : l'idée maintes fois éprouvée qu'il est plus facile de prêcher la vertu que de l'appliquer.

---

<sup>1</sup> J.-Cl. Juncker, A. Merkel, G. Papandreou et N. Sarkozy, « Lettre commune adressée au président de la Commission européenne, José Manuel Barroso, et au président du Conseil de l'Union européenne, José Luis Zapatero », 11 mars 2010.

<sup>2</sup> Communication de la Commission européenne du 20 oct. 2009, COM(2009) 563 final, p. 11 et 12.

<sup>3</sup> Voir en langue française Z. Sekfali, « Réforme de la réglementation financière aux États-Unis : consensus sur les objectifs, mais débats sur les propositions », *Revue Banque* n° 717, oct. 2009, p. 66. Adde H. de Vauplane et D. Mariot-Thoreau, « La réglementation des produits dérivés après le G 20 de Pittsburgh », *Revue Banque* n° 718, nov. 2009, p. 81.

<sup>4</sup> *H. R. 3795 to enact the Over-the-Counter Derivatives Markets Act of 2009* : le projet a déjà été soumis aux votes du Comité des services financiers et du Comité de l'agriculture de la Chambre des représentants, qui ont renvoyé son adoption en séance plénière.

## 1. Prêcher la vertu

Prêcher la vertu en matière de dérivés de gré à gré, nul n'en est avare à présent que la crise financière a passé. Il est indéniable que ces contrats, et tout particulièrement les contrats de *credit default swap*, ont contribué à favoriser ou tout au moins à propager la crise financière actuelle : au cours de l'année 2008, ils ont participé à la déconfiture d'établissements financiers comme Bear Sterns, Lehman Brothers et AIG ; récemment encore, ils ont contribué à aggraver les conditions d'endettement déjà éprouvées de l'État grec. Tout le monde s'accorde à présent à dire que les marchés dérivés de gré à gré sont des marchés opaques, et par voie de conséquence insuffisamment réglementés, et par voie de conséquence risqués, et par voie de conséquence enfin source d'un risque de système, c'est-à-dire d'un risque de défaillance en chaîne des intermédiaires composant le système financier.

C'est pourquoi les propositions de réforme des marchés dérivés de gré à gré ont été *crescendo* depuis les premiers instants de la crise financière. À l'origine, le *Rapport Larosière sur la supervision financière dans l'Union européenne* avait recommandé de « normaliser », c'est-à-dire de standardiser, les produits dérivés de gré à gré et de créer un système de compensation par contrepartie centrale<sup>5</sup>. Ses recommandations ont été reprises par une première communication de la Commission européenne du 3 juillet 2009 « *en vue de rendre les marchés de produits dérivés plus efficaces, plus sûrs et plus solides* »<sup>6</sup> : « la Commission européenne, concluait celle-ci, envisagera de prendre des mesures afin de parvenir à une plus grande normalisation des transactions et afin de consolider le passage à la compensation avec contrepartie centrale en garantissant qu'elle devienne la norme pour le marché des produits dérivés de gré à gré »<sup>7</sup>. Après quoi, le sommet du G 20 réuni à Pittsburgh les 24 et 25 septembre 2009 est allé au-delà, puisque sa déclaration finale a prévu que « tous les contrats de produits dérivés de gré à gré normalisés devront être négociés sur des marchés organisés ou des plateformes de négociation électronique et être compensés par l'intermédiaire de contreparties centrales d'ici la fin de l'année 2012 au plus tard »<sup>8</sup> : cette fois, il ne s'agissait donc plus seulement de compenser les dérivés conclus de gré à gré par l'intermédiaire de contreparties centrales, mais également de négocier ces contrats sur des marchés organisés, ce qui allait beaucoup plus loin. Ce dont s'est fait l'écho en dernier lieu une seconde communication de la Commission européenne du 20 octobre 2009<sup>9</sup> : la Commission européenne y a manifesté son intention de proposer un texte rendant obligatoire la compensation des dérivés de gré à gré normalisés par l'intermédiaire d'une contrepartie centrale dans le courant de l'année 2010 ainsi qu'une modification de la directive sur les marchés d'instruments financiers rendant obligatoire la négociation de ces dérivés sur des marchés organisés à la fin de l'année 2010<sup>10</sup>.

Au terme de cette relation, même brève, des projets de réforme des marchés dérivés de gré à gré, on comprend qu'un outil tient une place essentielle et indiscutée dans tous les projets de réforme depuis leur origine : la compensation des dérivés de gré à gré par l'intermédiaire

---

<sup>5</sup> « The High-Level Group on Financial Supervision in the EU », Bruxelles, 25 fév. 2009, recommandation n° 8, p. 30.

<sup>6</sup> Communication de la Commission européenne du 3 juill. 2009, COM(2009) 332 final.

<sup>7</sup> *Ibid.*, p. 13.

<sup>8</sup> « Leaders' Statement », The Pittsburgh Summit, 24-25 sept. 2009, § 13, p. 9 (trad. libre).

<sup>9</sup> Communication de la Commission européenne du 29 oct. 2009, préc.

<sup>10</sup> *Ibid.*, p. 11 et 12.

d'une « *contrepartie centrale* » (ou d'une chambre de compensation : les deux expressions peuvent être tenues pour synonymes)<sup>11</sup>.

Il est vrai que la technique des chambres de compensation a fait la preuve de son efficacité de longue date. Sur les marchés organisés de dérivés, il existe des chambres de compensation depuis plus d'un siècle : à la fin du dix-neuvième siècle, les contrats à terme et les contrats d'option sur marchandises ou sur valeurs mobilières faisaient déjà l'objet d'une « *liquidation centrale* » auprès de la Chambre syndicale des agents de change en France. Et même sur certains marchés de gré à gré de dérivés, il existe déjà des chambres de compensation : au Royaume-Uni, SwapClear compense environ 60 % du marché des *swaps* de taux d'intérêt interbancaires conclus de gré à gré ; aux États-Unis, deux nouvelles chambres de compensation – CME Cleared Swaps et International Derivatives Clearing Group – sont entrées en activité en 2008 afin de compenser également des *swaps* de taux d'intérêt conclus de gré à gré.

Cette technique est assez simple économiquement, quoique l'on ait pu discuter de son analyse juridique<sup>12</sup>. Économiquement, la technique de la compensation par contrepartie centrale consiste à interposer entre les parties à un contrat conclu de gré à gré une contrepartie centrale qui garantit la bonne fin de leurs obligations : les parties ne sont alors plus liées l'une à l'autre, mais elles sont liées chacune à la chambre de compensation, qui exige d'elles un dépôt de garantie initial et des appels de marge supplémentaires en considération du risque de contrepartie né de leur contrat. Indéniablement, cette technique présente trois avantages. D'abord, elle limite le risque de contrepartie pour les parties au contrat conclu de gré à gré, puisque la contrepartie centrale garantit à chacune d'elles l'exécution des obligations de l'autre partie. Ensuite, elle permet à la chambre de compensation d'opérer une « *compensation multilatérale* », c'est-à-dire de simplifier les paiements dus entre les participants à la compensation en rendant chacun débiteur d'un solde unique de compensation. Enfin, elle améliore la transparence du marché des contrats compensés : la chambre de compensation, par sa position « *centrale* » précisément, a connaissance de l'exposition de tous les participants et peut communiquer cette exposition en tant que de besoin aux autorités de régulation pour l'exercice de leur mission de supervision.

Du reste, cette technique avait déjà commencé à se développer spontanément sur le marché de gré à gré des *credit default swaps*, avant même que la Commission européenne n'envisage d'en systématiser l'usage. Aux États-Unis, il existe deux sociétés qui proposent le service de contrepartie centrale pour la compensation de *credit default swaps* sur indices de crédit américains : ICE Trust et CME Clearing depuis mars 2008. En Europe, il existe trois sociétés qui proposent le service de contrepartie centrale pour la compensation de *credit default swaps* sur indices de crédit européens : LCH.Clearnet Ltd depuis décembre 2008, Eurex Credit Clear depuis juillet 2009 et LCH.Clearnet SA depuis décembre 2009. Bien plus, dix établissements financiers parmi les plus actifs sur le marché des dérivés de crédit de gré à gré (Barclays Capital, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan Chase, Morgan Stanley, UBS et Nomura), espérant peut-être se prémunir d'une réglementation communautaire trop sévère, se sont d'ores et déjà spontanément engagés envers la

---

<sup>11</sup> *Ibid.*, p. 4 : « La Commission estime que la compensation par contrepartie centrale est le meilleur outil pour gérer le risque de contrepartie, un avis partagé par le G 20 ».

<sup>12</sup> Voir en particulier M. Roussille, *La compensation multilatérale*, préf. J. Béguin, avant-propos J.-J. Daigre, Dalloz, Nouvelle bibliothèque de thèses, vol. 59, 2006 et A.-V. Delozière-Le Fur, *La compensation dite multilatérale*, préf. A. Ghazi, Éditions Panthéon-Assas, coll. Droit privé, 2003. Adde I. Riassetto, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le Matif*, thèse Strasbourg III, 1999.

Commission européenne à utiliser une ou plusieurs contreparties centrales dans l'UE pour compenser les *credit default swaps* sur entités de référence européennes et sur indices de crédit européens.

La technique de la compensation par contrepartie centrale des dérivés conclus de gré à gré est donc certainement une technique vertueuse et promise à un bel avenir. Mais il reste que, pour vertueuse qu'elle soit, elle soulève des difficultés redoutables pour les autorités de régulation appelées à en réglementer l'exercice : encore une fois, il est plus facile de prêcher la vertu que de l'appliquer.

## **2. Appliquer la vertu**

Ces difficultés sont nombreuses, mais certaines d'entre elles expliquent plus volontiers le retard pris par la Commission européenne dans la réforme des marchés dérivés de gré à gré : celles qui tiennent au domaine et surtout aux effets de l'obligation de compenser les dérivés conclus de gré à gré par l'intermédiaire d'une contrepartie centrale.

En ce qui concerne d'abord le domaine de l'obligation de compenser les dérivés conclus de gré à gré par l'intermédiaire d'une contrepartie centrale, la Commission européenne l'a logiquement limité aux contrats « *normalisés* » (ou « *standardisés* » : les deux expressions sont synonymes) : « *la Commission prévoit que, pour les produits dérivés normalisés, la compensation par l'intermédiaire d'une contrepartie centrale soit rendue obligatoire, conformément à la décision du G 20* »<sup>13</sup>. C'est une limite nécessaire : on ne peut compenser par l'intermédiaire d'une contrepartie centrale que des contrats « *compensables* » entre eux, c'est-à-dire des contrats de mêmes caractéristiques conclus aux mêmes conditions ; on ne peut par exemple compenser plusieurs contrats de *credit default swap* par l'intermédiaire d'une contrepartie centrale que si ceux-ci portent sur la même entité de référence et prévoient les mêmes événements de crédit. C'est aussi une limite heureuse : elle signifie qu'il y aura toujours place, demain comme aujourd'hui, pour la conclusion de dérivés de pur gré à gré soustraits à l'obligation de compensation par contrepartie centrale, à défaut d'être suffisamment normalisés. La Commission européenne le reconnaît expressément du reste : « *si, en principe, les opérations de produits de couverture devraient pour l'essentiel être réalisées au moyen de produits dérivés normalisés ou non personnalisés, les produits dérivés sur mesure resteront néanmoins nécessaires. La Commission ne souhaite donc pas limiter les termes économiques des contrats dérivés, ni interdire l'utilisation de contrats personnalisés, ni les rendre exagérément coûteux pour les établissements non financiers* »<sup>14</sup>. Ce qui pourra être utile et légitime dans certaines situations particulières, notamment dans certains financements structurés où le recours à des formes particulières de dérivés est indispensable.

Mais c'est là également une limite difficile à fixer en pratique. Car comment tracer la frontière exacte entre le « *normalisé* », soumis à l'obligation de compensation par contrepartie centrale, et le « *non-normalisé* », soustrait à cette obligation ? La communication de la Commission européenne du 20 octobre 2009 n'en dit rien ou très peu, ce qui est probablement le signe d'un certain embarras. Elle pourrait peut-être s'inspirer sur ce point des déclarations du Secrétaire d'État au Trésor américain Timothy Geithner, qui a proposé de renvoyer la question à l'appréciation de la *Securities Exchange Commission* et de la *Commodities Futures Trading Commission*, en posant toutefois deux sortes de règles : des critères de normalisation

---

<sup>13</sup> Communication de la Commission européenne du 20 oct. 2009, préc., p. 7.

<sup>14</sup> *Ibid.*, p. 4.

à l'usage de ces autorités, comme la diffusion des termes du contrat auprès de tiers (l'existence de contrats-type en somme), le volume des transactions effectuées sur ce contrat, la similitude avec d'autres contrats faisant déjà l'objet d'une compensation par contrepartie centrale ; et une présomption de normalisation dès lors qu'une contrepartie centrale accepte spontanément de compenser le contrat en cause<sup>15</sup>.

Présomption qui amène insidieusement une autre difficulté concernant toujours le domaine de l'obligation de compenser par contrepartie centrale : à supposer un contrat normalisé au sens des autorités de régulation, pourra-t-on imposer à une contrepartie centrale de le compenser contre son gré ? Les commentaires de l'Autorité des marchés financiers sur la communication de la Commission européenne du 20 octobre 2009 montrent un certain embarras dans la réponse à cette question<sup>16</sup>. À la question « *pensez-vous que l'éligibilité des contrats à la compensation devrait être laissée à l'appréciation des contreparties centrales ?* », l'Autorité des marchés financiers répond d'abord : « *il appartient à la chambre de compensation de décider quels sont les contrats qu'elle accepte de compenser, dans la mesure où c'est elle qui porte et gère les risques correspondants* ». Puis, quelques lignes plus bas : « *cependant, l'ensemble des contrats standardisés devrait pouvoir être compensés* »<sup>17</sup>. Il ne faut pas oublier en effet que les services de contrepartie centrale sont proposés par des sociétés privées, qui devraient en principe pouvoir sélectionner les contrats qu'elles acceptent de compenser voire les participants qu'elles admettent à la compensation.

En ce qui concerne ensuite les effets de l'obligation de compenser les dérivés conclus de gré à gré par l'intermédiaire d'une contrepartie centrale, les difficultés soulevées sont encore plus redoutables.

Il faut bien comprendre à ce sujet que l'obligation de compenser les dérivés de gré à gré par l'intermédiaire d'une contrepartie centrale n'élimine pas le risque de contrepartie mais le reporte sur la contrepartie centrale, qui est censée être plus apte à le contenir au moyen de mécanismes obligatoires de dépôt de garantie et d'appels de marge. Ceci n'avait semble-t-il pas été immédiatement perçu, en tout cas pas entièrement perçu, par la Commission européenne dans sa première communication en date du 3 juillet 2009<sup>18</sup>. Il en reste d'ailleurs quelque chose dans le droit positif : à l'heure actuelle, un dérivé de gré à gré compensé par l'intermédiaire d'une contrepartie centrale n'entraîne aucune consommation de fonds propres réglementaires ; du point de vue prudentiel, il est considéré comme un investissement dépourvu de tout risque. En réalité, il demeure un investissement risqué dans la mesure où la contrepartie centrale est elle-même susceptible de faire défaut : une partie au contrat compensé peut n'être pas en mesure de répondre aux appels de marge de la contrepartie centrale ; le dépôt de garantie initial ou les appels de marge supplémentaires peuvent éventuellement consister en des titres de créance sur un ou plusieurs émetteurs défaillants ; etc. Et ce risque est même particulièrement aigu lorsque la contrepartie centrale a pour activité de compenser des *credit default swaps*. Dans ce dernier cas, le dépôt de garantie initial et les appels de marge supplémentaires collectés par la contrepartie centrale peuvent ne pas suffire à couvrir le risque de défaut de l'une des parties au contrat compensé : dans les

---

<sup>15</sup> T. F. Geithner, « Written Testimony before the Senate Committee on Agriculture, Nutrition and Forestry: Hearing on OTC Derivatives Reform and Addressing Systemic Risk », 2 déc. 2009.

<sup>16</sup> Autorité des marchés financiers, « Commentaires de l'Autorité des marchés financiers sur la Communication de la Commission européenne sur les moyens de "rendre les marchés de produits dérivés plus efficaces, plus sûrs et plus solides" », 24 sept. 2009, p. 4.

<sup>17</sup> *Eod. loc.*

<sup>18</sup> La communication de la Commission européenne du 3 juill. 2009, préc., ne soulève la difficulté à aucun moment.

contrats de *credit default swaps*, il existe un phénomène particulier de « *jump to default* », qui consiste en une brusque augmentation de la valeur de marché du contrat et donc des appels de marge lorsque l'entité de référence se rapproche de la survenance d'un événement de crédit<sup>19</sup>. En définitive, l'obligation de compenser les dérivés conclus de gré à gré par l'intermédiaire d'une contrepartie centrale, en concentrant le risque de contrepartie sur les contreparties centrales, peut en faire autant de foyers de risque systémique.

Pour l'éviter, l'obligation de compenser les dérivés de gré à gré par l'intermédiaire d'une contrepartie centrale est donc indissociable de l'adoption d'un cadre réglementaire sur les activités de contrepartie centrale et plus largement sur les activités dites de « *post-marché* ».

À l'heure actuelle, ce cadre réglementaire n'existe pas en droit communautaire ou très peu. La directive du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres envisage bien l'activité de compensation, mais elle ne l'envisage précisément que dans les systèmes de paiement et de règlement-livraison de titres financiers et, de surcroît, que sur un mode curatif, afin d'écartier les conséquences de la défaillance d'un participant sur le système concerné : elle ne constitue donc pas un cadre réglementaire complet couvrant toutes les activités de contrepartie centrale, en ce compris sur un mode préventif<sup>20</sup>. Il existe en outre des « *Recommandations pour les contreparties centrales* » publiées conjointement par le Comité des systèmes de paiement et de règlement de la Banque des Règlements Internationaux et le Comité technique de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs en 2004<sup>21</sup>. Mais ces recommandations, comme leur nom l'indique, n'ont pas de caractère obligatoire. Et, de l'avis de tous, elles ne sont pas adaptées à la compensation des contrats de *credit default swap*, qui présentent un profil de risque tout à fait particulier<sup>22</sup>.

La Commission européenne en a pris conscience dans sa seconde communication du 20 octobre 2009 : elle y a annoncé cette fois son intention de « *proposer un acte législatif régissant les activités de contrepartie centrale qui fixe des exigences dans les domaines suivants : conduite des affaires et gouvernance ; normes de gestion des risques ; protection juridique des garanties et des positions ; agrément des contreparties centrales ; reconnaissance de l'activité de contrepartie centrale par les États tiers* »<sup>23</sup>. Mais, ce faisant, elle a ouvert un nouveau chantier, difficile, qui explique son retard à proposer les textes promis au Parlement européen et au Conseil de l'Union européenne. Deux questions parmi d'autres peuvent suffire à l'illustrer.

S'agissant d'abord des normes de gestion de risque applicables aux contreparties centrales, faut-il privilégier la constitution de fonds de garantie par les participants à la compensation ou

---

<sup>19</sup> Sur lequel voir par exemple A. Duquerroy et alii, « *Credit default swaps et stabilité financière : quels risques ? Quels enjeux pour les régulateurs ?* », *Revue de stabilité financière* n° 13, sept. 2009, p. 85 et le graphique p. 86.

<sup>20</sup> Directive 98/26/CE du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres (*JOCE* n° L 166, 11 juin 1998, p. 45).

<sup>21</sup> Committee on Payment and Settlement Systems of the Bank for International Settlements and Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Recommendations for Central Counterparties*, nov. 2004.

<sup>22</sup> Voir par exemple R. Hophèle et Y. Lucas, « Limiter la concentration des risques », *Revue Banque* n° 718, nov. 2009, p. 30 : « *compenser des credit default swaps, ce n'est pas la même chose que compenser des dérivés de taux, actions, voire des dérivés listés : la liquidité est moindre, et dans le cas du défaut d'un membre de la chambre de compensation, celle-ci sera confrontée à des problématiques de liquidation du sous-jacent, de pricing, spécifiques aux credit default swaps et aux OTC en général. La première étape pour les régulateurs va être de mettre à jour les recommandations CPSS-IOSCO pour prendre en compte ces spécificités* ».

<sup>23</sup> Communication de la Commission européenne du 20 oct. 2009, préc., p. 5 et 6.

les appels de marge périodiques ? Tout dépend de la nature des contrats compensés. Pour les dérivés « *traditionnels* », tels ceux en forme de contrat à terme ou de contrat d'option, les appels de marge ont donné la preuve de leur efficacité à contenir le risque de contrepartie, sans préjudice toutefois de l'existence de fonds de garantie<sup>24</sup>. Pour les dérivés de crédit, et tout particulièrement pour les *credit default swaps*, en revanche, il faudrait sans doute augmenter la part des fonds de garantie dans la couverture du risque de contrepartie. Les appels de marge ont un effet procyclique connu : lorsque l'entité de référence se rapproche de la survenance d'un événement de crédit, la valeur de marché des *credit default swaps* conclus sur cette entité augmente, en conséquence de quoi les appels de marge augmentent à leur tour et les participants à la compensation peuvent être amenés à liquider d'autres positions pour y faire face, ce qui peut entraîner une spirale baissière. En outre, la technique des appels de marge ne permet pas de capturer ni de couvrir efficacement le phénomène de « *jump to default* » propre aux contrats de *credit default swap*, c'est-à-dire la brusque augmentation de la valeur de marché du contrat qui précède la survenance d'un événement de crédit affectant l'entité de référence.

S'agissant ensuite du nombre de contreparties centrales, faut-il favoriser une ou plusieurs contreparties centrales intervenant sur chaque catégorie de contrats compensés ? Du point de vue de la prévention du risque de système, il faut sans doute privilégier plusieurs contreparties centrales intervenant sur chaque catégorie de contrats compensés et limiter autant que faire se peut les liens entre celles-ci, par exemple en restreignant le nombre de participants communs aux chambres de compensation intervenant sur une même catégorie de contrats : le risque systémique s'en trouvera dilué d'autant. Dans la même veine, c'est-à-dire toujours pour conjurer le plus possible le risque de système, il serait sans doute opportun de donner aux contreparties centrales reconnues par les autorités de régulation un accès à « *la liquidité banque centrale en dernier ressort* », c'est-à-dire la possibilité de bénéficier de prêts ou de prises en pension d'effets ou de titres financiers auprès de la Banque centrale européenne en cas de crise de liquidité aiguë. Dans de telles circonstances, le soutien de la Banque centrale européenne, quoique aléatoire, pourra être immédiat et prévenir l'apparition d'une crise systémique. Ce qui milite en dernier ressort pour la localisation de plusieurs contreparties centrales compensant les mêmes catégories de contrats dans la zone monétaire européenne, et non seulement à Londres où elles existent principalement à l'heure actuelle.

Ces questions, et d'autres encore qui leur sont liées, sont actuellement l'objet des réflexions d'un groupe de travail constitué en juillet 2009 par le Comité des systèmes de paiement et de règlement de la Banque des règlements internationaux et l'Organisation internationale des commissions de valeurs afin d'adapter les « *Recommandations pour les contreparties centrales* » publiées en 2004 à l'activité de compensation des dérivés de gré à gré<sup>25</sup>. Tant que ce groupe n'aura pas remis ses travaux, c'est-à-dire vraisemblablement pas avant quelques mois<sup>26</sup>, il est peu probable que la Commission européenne prenne l'initiative de présenter une

---

<sup>24</sup> Sur lesquels, voir en particulier M. Roussille, *op. cit.*, n° 783 et s., p. 340 et s.

<sup>25</sup> International Organization of Securities Commissions and Committee on Payment and Settlement System of the Bank for International Settlements, « CPSS-IOSCO working group on the review of the recommendations for central counterparties », communiqué de presse du 20 juill. 2009.

<sup>26</sup> Voir en dernier lieu le communiqué de presse de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs et du Comité des paiements et des règlements de la Banque des Règlements internationaux du 2 fév. 2010 « CPSS-IOSCO review of standards for payment, clearing and settlement systems » : « *ainsi qu'il a été annoncé dans un communiqué de presse du 20 juill. 2009, le Comité des systèmes de paiement et de règlement et le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs travaillent déjà à fournir des directives sur la manière d'appliquer les Recommandations pour les contreparties centrales de 2004 aux contreparties centrales compensant des dérivés de gré à gré. Ces directives couvriront également d'autres structures*

proposition de texte sur l'obligation de compenser les dérivés conclus de gré à gré par l'intermédiaire d'une contrepartie centrale, en dépit de l'activisme des dirigeants politiques européens. Paradoxalement, les causes du retard pris par la Commission européenne dans la réforme des marchés dérivés de gré à gré sont donc à rechercher dans les travaux d'un organe international purement technique qui lui est extérieur. Mais ceci ne fait en définitive que confirmer un phénomène de mieux en mieux connu : l'internationalisation et la sophistication toujours croissantes des sources du droit financier.

Antoine Gaudemet  
*Professeur à la Faculté de Droit de Rennes*

---

*intervenant en matière de dérivés de gré à gré comme les référentiels centraux. Cet aspect du travail fait l'objet d'une procédure accélérée, compte tenu des nouvelles contreparties centrales compensant des dérivés de gré à gré et des nouveaux référentiels centraux qui ont commencé leur activité récemment ou sont sur le point de la commencer. Un document consultatif sur ces directives sera publié dans les prochains mois » (trad. libre).*