

Nouveau remue-ménage dans le monde des indices de référence

La réforme des taux d'intérêt, Libor, Euribor, etc, lancée dans la foulée des affaires liées aux manipulations, n'a pas survécu à l'agonie des marchés monétaires. Les autorités sont montées au créneau, en mettant sur orbite des taux au jour le jour robustes à partir desquels pourront se construire des courbes de taux. La transition s'annonce longue et délicate.



Dossier réalisé par Arnaud Brunet
Illustration : Guillaume Decaux

Le monde des indices de référence (Libor, Euribor...), c'est un peu comme les *blockbusters* : gros budgets, acteurs triés sur le volet et frissons garantis. Sans compter que l'on y fait durer le plaisir, à l'instar des franchises à la *Star Wars* : après le succès de *Manipulations*, puis celui des *Indices II : la Réforme*, voici *Les Indices III : la Réforme*

impossible, tout cela en moins de quinze ans.

En matière de gros sous, Hollywood n'a d'ailleurs qu'à bien se tenir : presque 100 % des crédits syndiqués en dollar adossés à l'un des *London Interbank Offered Rate* (Libor), 90 % des prêts syndiqués en euro prenant comme référence

l'*Euro Interbank Offered Rate* (Euribor) ou encore plus de six dixièmes des dérivés négociés de gré à gré en dollar indexés à l'un ou l'autre de ces indices de référence.

Flash-back. En 2013 commencent à être adressées des sanctions à l'égard d'établissements financiers convaincus d'avoir manipulé les

Cinq ans de remue-ménage

2012

L'administrateur d'indices ICE-Libor est placé sous la tutelle de la *Financial Conduct Authority* (FCA) britannique.

2013

La Commission européenne sanctionne six banques coupables de manipulations (1,7 milliard d'euros d'amende).

L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) publie ses dix principes sur les indices de référence, endossés ensuite par le Conseil de stabilité financière et par le G 20.

2014

Le 1^{er} janvier, les Euribor en temps réel deviennent payants.

Au Royaume-Uni, la FCA condamne cinq banques à lui verser 1,1 milliard de livres sterling tandis qu'aux Etats-Unis, la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) inflige une amende de 1,4 milliard de dollars aux mêmes banques.

L'*European Money Market Institute* (Emmi, ex Euribor-EBF) lance le chantier de l'Euribor +, un indice basé sur des transactions, selon les principes de l'OICV.

2015

En août au Royaume-Uni, Tom Hayes, ancien trader à UBS et à Citigroup, est condamné à onze ans de détention.

En novembre, accord entre le Parlement européen et le Conseil européen sur une proposition de règlement (« concernant les indices utilisés comme indices de référence dans le cadre d'instruments et de contrats financiers ou pour mesurer la performance de fonds d'investissement », dit « benchmarks »).

En décembre, la Banque centrale européenne (BCE) diffère le fixing de trente-deux devises de deux heures.

Aux Etats-Unis (ministère de la Justice, CFTC), dans l'Union européenne (Commission européenne) et en Suisse, sont activées des enquêtes portant sur de probables manipulations de cours de matières premières.

2016

Benoit Coeuré, membre du directoire de la BCE : (...) *les indices financiers devaient être adaptés par le secteur privé aux besoins du secteur privé* (...).

2017

En mai, l'Emmi annonce qu'il n'est pas possible d'établir un nouvel Euribor uniquement à partir de transactions.

Aux Etats-Unis, l'*Alternative Reference Rates Committee* se prononce en juin en faveur du BTRF, un taux au jour le jour représentatif des prises en pension de titres du Trésor américain, comme indice de référence.

En juillet, la FCA annonce qu'au-delà de 2021, elle n'obligera plus les banques à contribuer à la détermination (par déclarations) du Libor.

En septembre, la BCE (avec l'Autorité des services et marchés financiers, l'Autorité européenne des marchés financiers et la Commission européenne) annonce le lancement, avant 2020, d'un taux au jour le jour sur les opérations de prêts en blanc libellées en euro.

La Banque nationale suisse fait savoir en septembre que le *Swiss Average Rate Overnight*, le taux de référence des pensions de titres en franc suisse depuis 1999, pourrait remplacer le Libor franc suisse.

La Banque d'Angleterre confirme en octobre que le Sonia réformé, un indice à base plus large calculé à partir des données du *Bank's Sterling Money Market Data Collection*, serait lancé dès le 23 avril 2018.

2018

Entrée en application du règlement « benchmarks ».

fixages, alors purement déclaratifs, de taux d'intérêt de référence. La Commission européenne inflige à six d'entre eux (Deutsche Bank, JP Morgan, Citigroup, Royal Bank of Scotland, RP Martin, Société générale) une amende d'un montant global de 1,7 milliard d'euros, tandis que deux autres (Barclays, UBS) bénéficient d'une immunité totale pour avoir révélé l'existence des ententes. La même année, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV ou Iosco en anglais) publie ses dix principes sur les indices de référence, qu'endossent dans la foulée le Conseil de stabilité financière puis le G 20 de Saint-Pétersbourg. Il s'agit désormais d'asseoir, dans la mesure du possible, le calcul des indices sur des transactions réelles, et de donner un cadre institutionnel et organisationnel aux gestionnaires d'indices – désormais « administrateurs » - chargés de publier ces données ultra-sensibles.

Au Royaume-Uni, en Europe ou encore au Japon débute alors une grande réforme des indices, dans le respect des principes internationaux récemment adoptés. A Bruxelles par exemple, l'*European Money Market Institute* (Emmi), une association de droit belge placée sous la tutelle de l'Autorité des services et marchés financiers et qui publie les Euribor et l'Eonia, lance le chantier du nouvel Euribor, l'Euribor + (lire « La délicate mue des indices de référence », *La Lettre du trésorier* n°335 de mai 2016).

Les marchés interbancaires à l'agonie

Mais au cœur de l'été 2017, le bel édifice en construction s'écroule, ou à tout le moins vacille sur ses fondations. Le coup de masse est administré en juillet par la *Financial Conduct Authority* britannique (FCA), tutelle d'*ICE Benchmark Administration*, l'administrateur des Libor, qui

annonce qu'au-delà de 2021, elle n'obligera plus les banques à contribuer à la détermination des Libor. En mai, de son côté, l'Emmi avait publié les résultats de son *Euribor Pre-live Verification Program*, concluant qu'il n'était plus possible de poursuivre l'élaboration d'un calcul entièrement basé sur des transactions réelles et annonçant le développement d'une « méthode hybride » où pourraient cohabiter transactions réelles, cotations de diffuseurs d'informations financières, jugements d'expert et extrapolations.

Dans toutes les juridictions concernées (Etats-Unis, Union européenne, Japon, Royaume-Uni...), un même constat, tardif mais sans appel : le marché interbancaire non gagé s'est étiolé jusqu'à devenir moribond, sous les coups de butoir croisés de politiques monétaires ultra-accommodantes, de règles bancaires contraignantes et d'une montée en puissance des opérations de prises en pension (repo). Au Royaume-Uni, l'administrateur du Libor admet que pour les maturités excédant un mois, seulement 20 % des contributions se basent sur des transactions réelles pour les taux en dollar, en livre sterling et en euro. « C'est un constat accablant : il n'y a pas de quoi construire un dispositif fiable allant de un jour à douze mois », déplore un initié dans un organisme de supervision. L'absence d'une liquidité digne de ce nom ne concerne d'ailleurs

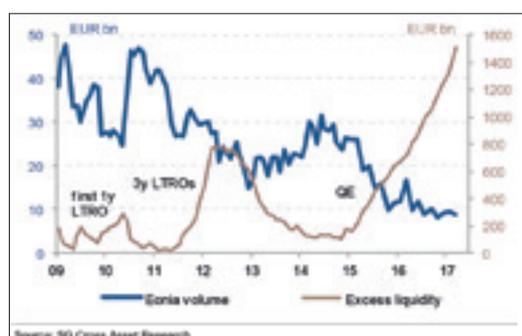
pas que les échéances éloignées : l'Eonia, l'indice représentant la moyenne pondérée des transactions au jour le jour de prêts non garantis réalisés par les banques contribuant au calcul de l'Euribor, est aussi concerné, et sa volatilité s'en trouve accentuée (- 0,362 % le 28 novembre, - 0,301 % le 29, - 0,241 % le 30, - 0,291 % le 1er décembre par exemple).

Un cadre d'action

Requiem, donc, pour des indices à base de transactions dûment constatées, qu'Andrew Bailey, le directeur général de la FCA, a ainsi résumé : « *S'il n'y a pas de marché actif, comment un indice de référence, même le meilleur, peut-il le mesurer ?* » Cependant, tout n'est pas à reconstruire à partir de zéro : les scandales liés aux manipulations ont été le point de départ d'avancées significatives, à plusieurs titres.

En premier lieu, la machine institutionnelle s'est mise en branle, si bien que l'on dispose aujourd'hui de principes généraux, ceux de l'OICV, consensuels, et dans l'Union européenne d'un cadre législatif qui a pris les traits d'un règlement (du 8 juin 2016, « concernant les indices utilisés comme indices de référence dans le cadre d'instruments et de contrats financiers ou pour mesurer la performance de fonds d'investissement », communément nommé règlement benchmarks), entré en vigueur le 1^{er} janvier. « Nous avons désormais des administrateurs, l'Emmi et l'ICE-Libor notamment, fiables, dûment identifiés et réglementés ; il serait dommage de s'en priver », observe une source bancaire. On a en outre désormais affaire à des banques – elles jouent le rôle-titre du drame en cours de représentation –, sensibilisées à l'extrême :

Moins de prêts au jour le jour



Les grands axes du règlement européen « benchmarks »

Champ d'application

Art. 2.

« Le présent règlement s'applique à la fourniture d'indices de référence, à la fourniture de données sous-jacentes aux fins d'indices de référence et à l'utilisation d'indices de référence dans l'Union ».

Sont visés les administrateurs d'indices établis dans l'Union.

Le texte ne s'applique pas aux membres du Système européen de banques centrales.

Il est prévu un mécanisme d'information aux producteurs afin que ces derniers aient connaissance du fait qu'un indice est devenu ou pourrait devenir un indice de référence et ainsi leur permettre de s'opposer à une telle utilisation. Si le producteur accepte cette utilisation, il doit se soumettre au règlement ; s'il refuse, l'indice ne peut être utilisé comme référence.

Gouvernance et contrôle des administrateurs

Art. 5

« 1. Les exigences de gouvernance énoncées ci-après s'appliquent à tout administrateur :

(a) l'administrateur dispose d'un dispositif de gouvernance solide, comprenant notamment une structure organisationnelle claire avec un partage des rôles et des responsabilités bien défini, transparent et cohérent pour toutes les personnes participant à la fourniture de tout indice de référence. L'administrateur prend toutes les mesures nécessaires pour que la fourniture de tout indice de référence ne soit entachée d'aucun conflit d'intérêts avéré ou potentiel et pour que toute appréciation discrétionnaire ou tout jugement requis dans le processus d'élaboration d'un indice de référence soit exercé(e) de manière indépendante et honnête ».

[...]

Art. 6

« 1. Un administrateur ne peut externaliser de fonctions liées à la fourniture d'un indice de référence d'une manière qui compromette gravement le contrôle qu'il exerce sur la fourniture de cet indice de référence, ou la capacité de l'autorité compétente concernée à surveiller ledit indice de référence.

[...]

3. Un administrateur qui externalise auprès d'un prestataire de services des fonctions ou tout service ou toute activité en lien avec la fourniture d'un indice de référence demeure pleinement responsable de

l'exécution de l'ensemble des obligations qui lui incombent en vertu du présent règlement ».

Afin de lutter contre les appréciations discrétionnaires et d'annihiler toute possibilité de manipuler les indices, la proposition impose des exigences quant à la production :

Art. 7 Données sous-jacentes et méthodes

1. « La fourniture de tout indice de référence est régie par les exigences suivantes en matière de données sous-jacentes et de méthode :

(a) Les données sous-jacentes sont suffisantes pour représenter de manière exacte et fiable le marché ou la réalité économique que l'indice de référence est censé mesurer.

Les données sous-jacentes sont des données de transaction. Si les données de transaction disponibles ne sont pas suffisantes pour représenter de manière exacte et fiable le marché ou la réalité économique que l'indice de référence est censé mesurer, des données sous-jacentes qui ne sont pas des données de transaction peuvent être utilisées, pour autant qu'elles soient vérifiables.

(b) L'administrateur obtient les données sous-jacentes auprès d'un groupe ou d'un échantillon de contributeurs fiable et représentatif, de sorte que l'indice de référence calculé soit fiable et représentatif du marché ou de la réalité économique qu'il est censé mesurer.

(c) Lorsque les données sous-jacentes de l'indice de référence ne sont pas des données de transaction et qu'un contributeur est partie à plus de 50 % en valeur des opérations réalisées sur le marché que cet indice de référence est censé mesurer, l'administrateur vérifie que les données sous-jacentes représentent un marché mû par le jeu de l'offre et de la demande [...].

(d) Pour déterminer l'indice de référence, l'administrateur utilise une méthode solide et fiable, assortie de règles claires établissant selon quelles modalités et quand une appréciation discrétionnaire peut entrer en ligne de compte dans la détermination de cet indice de référence. (e) L'administrateur développe, utilise et gère ses données sous-jacentes et sa méthode d'une manière transparente ».

Exigences relatives aux contributeurs

Art 9 Code de conduite

« Tout administrateur adopte, pour chaque indice de ré-

férence, un code de conduite qui précise clairement les responsabilités et les obligations de l'administrateur et des contributeurs au regard de la fourniture de l'indice de référence, qui inclut une description claire des données sous-jacentes devant être fournies et qui comprend au moins les éléments prévus à... ».

Transparence et protection des consommateurs

La Commission a mis l'accent (articles 15 à 18) sur le devoir de transparence des administrateurs, qui seront soumis à une obligation d'information et à une obligation de publication des données sous-jacentes, cela afin de permettre aux utilisateurs de choisir l'indice le plus approprié et le mieux adapté. Par ailleurs, une évaluation du caractère approprié de l'indice est imposée aux banques dans leurs relations avec les consommateurs aux fins de contrats financiers.

Surveillance et procédure d'agrément des administrateurs

Les articles 22 à 37 soumettent la fourniture d'indices de référence à l'obtention préalable d'un agrément et à une surveillance continue. Ces articles décrivent les conditions et la procédure auxquelles seront soumis les administrateurs souhaitant obtenir l'agrément de leur autorité compétente.

Indices de référence d'importance critique

Art. 13

1. *La Commission adopte une liste des indices de référence situés dans l'Union qui sont d'importance critique conformément à la définition énoncée à l'article 3, paragraphe 1, point 21 (« Tout indice de référence auquel contribuent en majorité des entités surveillées et qui est utilisé comme référence pour des instruments financiers d'une valeur notionnelle d'au moins 500 milliards d'euros »)*

2. *Dans les cinq jours ouvrables à compter de la date d'application de la décision incluant un indice de référence d'importance critique dans la liste visée au paragraphe 1 du présent article, l'administrateur de cet indice de référence notifie le code de conduite à l'autorité compétente concernée [...]*

Art. 14 Contribution obligatoire

1. *Lorsque pour une année donnée, des contributeurs représentant au moins 20 % des contributeurs à un indice de référence d'importance critique cessent d'y contribuer, ou qu'il existe des raisons suffisantes de penser qu'au moins 20 % des contributeurs risquent de cesser d'y contribuer, l'autorité compétente pour l'administrateur de cet indice de référence d'importance critique a le pouvoir:*

(a) d'exiger d'entités surveillées, sélectionnées conformément au paragraphe 2, qu'elles fournissent des données sous-jacentes à l'administrateur conformément à la méthode, au code de conduite ou à d'autres règles;

(b) de déterminer la forme sous laquelle, et le calendrier selon lequel, toute donnée sous-jacente doit être fournie;

(c) de modifier le code de conduite, la méthode ou toute autre règle régissant l'indice de référence d'importance critique considéré.

2. *Pour un indice de référence d'importance critique, les entités surveillées censées fournir des données sous-jacentes conformément au paragraphe 1 sont déterminées*

par l'autorité compétente pour l'administrateur sur la base des critères suivants [...]:

3. *L'autorité compétente d'un contributeur surveillé invité à contribuer à un indice de référence par des mesures prises conformément au paragraphe 1, points a) et b), aide l'autorité compétente pour l'administrateur à appliquer ces mesures.*

duement touchées au portemonnaie, clouées au pilori, utilisatrices intensives d'ibor pour leur propre compte, elles sont condamnées à mener à bien le chantier d'où émergeront de nouveaux indices de référence. Enfin, les superviseurs descendent dans l'arène ainsi que, c'est nouveau, les banques centrales, très réticentes jusqu'ici à entrer en mêlée. Benoît

Coeuré, membre du directoire de la Banque centrale européenne (BCE), ne disait-il pas récemment encore - le 27 septembre 2016 -, depuis Francfort : « (...) la Banque centrale européenne a toujours insisté sur le fait que les indices financiers devaient être adaptés par le secteur privé aux besoins du secteur privé (...) » ou encore « Les banques sont parmi les plus gros utilisateurs des Euribor. A ce

titre, elles supporteraient les coûts et les pertes les plus importants si cela devait se terminer brusquement. Il incombe par conséquent à l'industrie bancaire dans son ensemble de soutenir cet indice » ?

Le retour du jour le jour

Pour l'heure [dossier rédigé en décembre 2017, NdLR], la refonda-

La piste crédible du repo

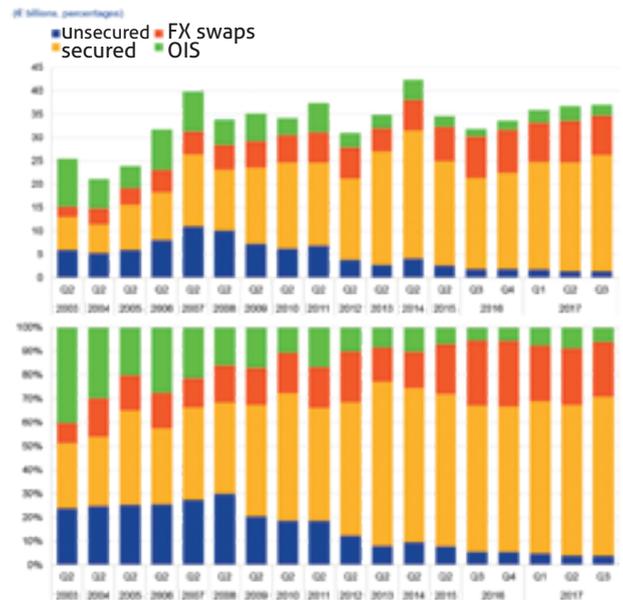
Le marché du repo (*repurchase agreement* ou pension de titres) s'est développé à un tel rythme en Europe au cours des dernières années qu'il est devenu une piste de recherche sérieuse quand il s'agit de trouver des substituts aux indices de référence existants. « *L'option du marché sécurisé est à l'étude, y compris à la Banque centrale européenne* », relève un initié.

Au cours des quinze dernières années, alors que les volumes du marché interbancaire en blanc se sont effondrés (lire à ce propos « *First ECB public consultation on developing a euro unsecured overnight interest rate* », novembre 2017, pages 5 à 16), le marché des prêts « collatéralisés » a doublé, « *en raison de l'instauration des ratios de liquidité bancaire, du besoin croissant de collatéral, notamment pour les opérations de dérivés et de l'utilisation du repo comme source de financement supplémentaire* », observe Cyril Louchtchay de Fleurian, responsable de la gestion du « collatéral » à Euroclear, qui appelle de ses vœux le « *saut culturel* » qui achèvera de donner ses lettres de noblesse aux pensions de titres.

Le passage du marché interbancaire non gagé à celui des prêts garantis par des titres a d'ailleurs été franchi aux Etats-Unis, avec l'adoption du *Broad Treasuries Repo Financing Rate*, et en Suisse, du *Swiss Average Rate Overnight* (lire page ci-contre) comme références des marchés monétaires locaux.

Mais ce qui est possible aux Etats-Unis, qui dispose d'un marché ancien et actif, ne l'est pas encore tout à fait sur le vieux continent, où l'on constate, entre

Trading volumes in various money market segments since 2003



Sources: EMMS and MMSR data.

Notes: Based on a common sample of 38 banks. OIS stands for overnight index swaps.

autres, une volatilité élevée en fin de trimestre et à fortiori en fin d'année. Un écosystème du prêt de cash contre titres est en train de se constituer, mais la liquidité ne sera satisfaisante que lorsque l'industrie de la gestion d'actifs, qui possède une énorme masse de titres d'Etat de bonne qualité, sera complètement entrée dans le jeu. Autre difficulté : avec dix-neuf pays de la zone euro, on a affaire à autant de courbes de taux.

tion se manifeste essentiellement par la mise sur orbite d'indices au jour le jour (*overnight*), bases de tout édifice plus sophistiqué et pièces indispensables dans la boîte à outils des politiques monétaires.

Le 21 septembre, la BCE, de concert avec l'Autorité des services et marchés financiers, l'Autorité européenne des marchés financiers et la Commission européenne, annonçait le lancement, avant 2020, d'un taux

au jour le jour sur les opérations de prêts en blanc libellés en euro, à partir des données du *Money Market Statistical Reporting* (MMSR) collectées depuis juillet 2016. « *Avec ces données précises et précieuses - toutes les opérations ou presque au jour le jour -, la BCE se retrouvait au centre du jeu* », décrypte une personne impliquée dans ce chantier. Ce taux emprunteur calculé à partir de transactions réelles, qui serait inférieur à l'Eonia aux conditions actuelles,

« *servira de base à une alternative aux références actuellement utilisées pour un grand nombre de contrats financiers dans la zone euro* », selon le communiqué commun, qui indique aussi que le nouveau taux *overnight* « *viendrait en complément des taux de référence existants produits par le secteur privé et servirait de taux de référence de repli* ». Sous le style diplomatique, une petite révolution : « *Le choix de la FCA d'abandonner le Libor, qui pourrait être remplacé par*

un nouveau *Sonia* [*Sterling Overnight Index Average*, administré par la Banque d'Angleterre, NdlR], *n'a pas laissé Francfort insensible* », analyse un bon connaisseur de la mécanique interbancaire.

La Banque d'Angleterre, de son côté, a confirmé en octobre que le *Sonia* réformé, un indice à base plus large (les volumes seraient multipliés par trois aux conditions actuelles), calculé à partir des données du *Bank's Sterling Money Market Data Collection*, l'équivalent du MMSR de la BCE, serait lancé dès le 23 avril 2018.

Aux Etats-Unis, l'*Alternative Reference Rates Committee* mandaté par la Réserve fédérale s'est prononcé en juin 2017 en faveur du *Broad Treasuries Repo Financing Rate* (BTRF), un taux représentatif des prises en pension de titres du Trésor américain qui serait publié par la Fed de New York et pourrait servir de référence pour les dérivés et les contrats financiers.

Enfin, la Banque nationale suisse (BNS) a fait savoir en septembre que le *Swiss Average Rate Overnight*, le taux de référence des pensions de titres en franc suisse depuis 1999, pourrait remplacer le Libor franc suisse, qui sert de référence à des opérations représentant dix fois le PIB de la Confédération helvétique et fait office de principal taux directeur de l'institut d'émission national.

Reconstruire des courbes de taux

Quid de la prochaine étape ? Elle consistera à élaborer des remplaçants aux *ibor*, qui survivront au cours des prochaines années (les banques n'ont que des coups à prendre en étant contributrices, mais en vertu du règlement « benchmarks », elles pourront être contraintes de participer, pour une durée limitée, à la construction des indices), mais dont

La Suisse a trouvé son bon Saron

En Suisse, la réaction à l'annonce, par la *Financial Conduct Authority*, de l'abandon du Libor après 2021 ne s'est pas faite attendre. Un groupe de travail ad hoc s'est prononcé en faveur du Saron ou *Swiss Average Rate Overnight*, le taux de référence des pensions de titres en franc suisse, qui existe depuis 1999.

L'économie y est très dépendante des Libor franc suisse, qui servent non seulement de référence à quatre prêts sur cinq et, au total, à des contrats – en majorité des swaps – représentant un nominal de 6000 milliards de francs suisses, mais constituent aussi les taux phares de la politique monétaire de la Banque nationale suisse (BNS).

Le Saron constitue « *une solution toute trouvée* », selon la BNS, qui dit qu'elle « *continuera à accompagner ce processus* [la transition entre les Libor et d'autres taux de référence] », mais qu'il appartient « *aux banques commerciales* » de « *trouver une solution et de s'assurer que la transition se fasse dans les temps* ».

Maintenant qu'un consensus se dégage autour d'un taux au jour le jour jugé robuste, il reste à trouver des substituts aux Libor franc suisse à un mois, deux mois, etc : la nouvelle courbe de taux de référence devrait être construite à partir des swaps contre Saron, dont les premiers ont été négociés dès avril 2017.

Une transition consensuelle

La transition est pilotée par un groupe constitué de la BNS, ici *primus inter pares*, de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers, de l'opérateur de marché Six Swiss Exchange et de banques de la place, dont on peut suivre le contenu des réunions sur le site de la BNS. « *Ce n'est pas vraiment un sujet d'inquiétude. La façon dont doit se dérouler la transition est plutôt consensuelle* », juge l'économiste pour la Suisse d'une banque privée de premier plan, qui note que le sujet le plus délicat est celui des nombreux crédits hypothécaires indexés sur un Libor.

Dans une grande banque internationale bien implantée dans la confédération, où les contrats stipulent qu'en cas d'absence de Libor, on se référera à « *tout autre taux de référence acceptable* », une source souhaitant garder l'anonymat (la communauté bancaire se montre pour l'instant plutôt discrète sur le sujet) estime que l'on a « *peut-être pas encore mesuré toutes les conséquences opérationnelles de cette transition* ». Il est vrai que dans cet établissement comme dans de nombreux autres à travers l'Europe, la directive révisée sur les marchés d'instruments financiers, applicable le 1^{er} janvier 2018, a mobilisé énormément de ressources.

la disparition complète ne peut être écartée.

L'une des pistes explorées consiste à s'en remettre à un marché de déri-

vés (swaps, futures...) construit en référence à un indice au jour le jour robuste. Ainsi, par exemple, le marché des swaps contre le remplaçant de l'Eonia se substituerait aux diffé-

**Hubert du Vignaux et Laurent Vincent
Avocats
Gide Loyrette Nouel**

« Il faudra trouver des solutions qui permettent de préserver les équilibres contractuels et financiers recherchés par les parties, tout en tenant compte de la complexité des structures financières »

La documentation financière, au sens large, anticipe-t-elle suffisamment bien le risque de désuétude de certains indices auxquels il est fait référence pour le calcul des intérêts ?

Hubert du Vignaux : La question du passage d'un indice de référence à un autre n'est pas toujours traitée, ou, si elle l'est, de façon souvent peu satisfaisante. Certaines clauses utilisent des formules du type « tout indice qui succéderait à l'indice existant » ou encore « tout autre indice de référence acceptable », d'autres renvoient au taux de refinancement du ou des prêteurs, ou à la moyenne des taux fournis par plusieurs banques tierces, dites "banques de référence", ou encore au taux applicable à la précédente période d'intérêt, ce qui revient à transformer un taux variable en taux fixe. D'autres enfin s'en remettent à un agent de calcul qui, en pratique, sera soit une partie au contrat, et donc en situation de conflit d'intérêt, ou un tiers au contrat qui ne souhaitera pas risquer d'engager sa responsabilité envers l'une ou l'autre des parties. Trop vagues, trop subjectives ou trop déséquilibrées, ces clauses ne sont ni satisfaisantes ni même dans bien des cas applicables, et en tout état de cause, ne proposent que des solutions temporaires. Bref, les clauses traitant cet aspect de façon satisfaisante, c'est -à-dire efficace, équitable et durable sont rarissimes.

Que convient-il de faire dans ces conditions, alors que les ibor semblent promis à une disparition presque certaine ?

Laurent Vincent : Comme mentionné, certaines clauses existent déjà mais ne sont pas pleinement satisfaisantes. Il n'y a dès lors pas de solution miracle car pour l'instant, et c'est là toute la difficulté, il n'est pas encore possible de savoir quel sera l'impact réel de la réglementation des indices de référence sur la méthodologie de calcul de certains indices, tels que le Libor ou l'Euribor, ni même quels seront les indices ou taux de référence de remplacement appropriés le moment venu. Il est par conséquent raisonnable d'attendre que les organisations professionnelles internationales, comme l'*International Capital Market Association* – ICMA -, la *Loan Market Association* – LMA - et surtout l'*International Swaps and Derivatives Association, Inc* – ISDA-, peut-être la plus avancée à ce stade sur ces questions, émettent des recommandations susceptibles d'être suivies par tous les acteurs du marché avant d'entreprendre la renégociation de contrats en cours. La tâche ne sera toutefois pas aisée, car il faudra trouver des solutions qui permettent de préserver dans le temps les équilibres contractuels et financiers recherchés par les parties, tout en tenant compte de la complexité des structures financières actuelles qui impliquent bien souvent plusieurs contrats interdépendants. Il ne serait par exemple pas concevable d'appliquer des solutions différentes aux documents de financement et aux instruments de couverture qui leurs sont associés. La solution repose donc dans un premier temps sur l'industrie financière, dont les travaux sont en cours. L'approche retenue devra être équilibrée, consensuelle et harmonisée pour permettre dans un second temps une application la plus large possible et assurer une transition sans heurts.

rentes maturités de l'Euribor, et prolongerait la courbe des taux d'intérêt bien au-delà, comme c'est le cas actuellement avec les *Overnight Indexed Swaps*. « A Paris, avant la création de l'euro, on avait un marché de swaps indexés à des indices de type T4M ou TAG [moyenne des taux au jour le jour] efficace, liquide et plus utilisé que le Pibor [Paris Interbank Offered Rate] », signale Jean-Nicolas Hutin, de Finance Active Riskedge. Au Royaume-Uni, CurveGlobal, la plate-forme d'échange des dérivés du London Stock Exchange, s'appête à lancer des contrats à terme sur le nouveau Sonia, qui seront compensés par LCH. Eurex, filiale de Deutsche Börse, dit examiner attentivement la nouvelle donne que constitue le lancement de nouveaux taux d'intérêt *overnight*. Problème : un marché de dérivés actif ne se décrète pas.

C'est une course contre la montre qui est engagée, car se pose la question des contrats et opérations dont les échéances se situent au-delà de la disparition des indices qui leur servent de référence. Aux Etats-Unis par exemple, des observateurs font remarquer qu'il faudra plusieurs années de cohabitation du Libor dollar et du BTRF pour qu'émerge un écart de taux acceptable utilisé lorsqu'il s'agira d'adapter, par compensation, les contrats en cours.

En finir avec l'assuétude

A l'occasion du grand chambardement en cours, provoqué par l'agonie des marchés interbancaires, l'un des mentras des autorités a consisté à déplorer l'omniprésence des ibor dans les contrats financiers. Les utilisateurs, de leur côté, sont nombreux à estimer que la référence à tel ou tel indice (ou à telle ou telle maturité) est purement conventionnelle, et que dans bien des cas, sur le papier en tout cas, un bon indice au jour le

jour est adéquat. En juillet 2017, le directeur général de la FCA n'a pas hésité à mettre les pieds dans le plat : « Il apparaît qu'en ce qui concerne de nombreux contrats utilisant le Libor comme référence, il n'y a pas un vrai besoin de prendre en compte au travers de l'indice de référence la prime représentant le risque de terme ou de crédit », déclarait Andrew Bailey, prenant l'exemple des opérations de dérivés, qui consistent souvent à prendre une position ou à se couvrir face « au niveau général des taux d'intérêt ». « Il est difficile de discerner le bénéfice, pour une entreprise ou un particulier, de voir ses intérêts augmenter dans le cas où la qualité de crédit des banques se détériore et, conséquemment, que le Libor augmente », ajoutait le patron de l'autorité britannique des marchés. En Suisse, Dewet Moser, membre suppléant de la direction générale de la BNS, notait de son côté, en septembre, dans un développement consacré à l'omniprésence des Libor franc suisse dans l'économie helvète que, « dans certains cas, d'autres taux [auraient été] plus appropriés d'un point de vue économique ».

La transition, très délicate compte tenu de l'importance des sous-jacents économiques en jeu, est lancée un peu partout.

Beaucoup de monde autour de la table

En Europe continentale, où l'on s'est calé dans les starting-blocks avec retard, elle s'annonce particulièrement laborieuse ; et c'est avec un certain soulagement que les milieux concernés ont accueilli l'entrée en scène de la BCE à la mi-septembre. Il faudra en effet compter avec un dispositif institutionnel très lourd, celui de l'Union européenne, avec de nombreux superviseurs (les autorités de marché nationales et l'Autorité européenne des marchés financiers), une grande variété d'acteurs et d'utilisateurs, dont des particuliers (en Italie ou en Espagne par exemple, les emprunts immobiliers sont nombreux à être indexés sur l'Euribor 12 mois). « Techniquement, il n'y a pas de difficultés insurmontables. Mais il y a beaucoup de monde autour de la table, et des intérêts divergents : c'est une grosse

machinerie », analyse avec une certaine circonspection un acteur au cœur des discussions.

Au Royaume-Uni et en Suisse notamment, les superviseurs ont insisté sur le fait qu'il n'y aurait pas de transition réussie sans calendrier et surtout, sans date butoir. La FCA britannique, pour sa part, estime que quatre à cinq années sont nécessaires pour que soient minimisés les coûts et les risques. Elle laisse au demeurant clairement entendre que les Libor seront publiés tout au long de cette période, qu'elle a obtenu des banques contributrices qu'elles jouent le jeu, sur la base du volontariat, jusqu'en 2021 et même au-delà : une façon - la meilleure peut-être - de minorer les risques liés aux renégociations de contrat.

Enfin, il n'y a pas de mystère : il incombe au premier chef à la communauté bancaire et à certains de ses représentants (*International Capital Market Association, International Swaps and Derivatives Association...*) de trouver les solutions les plus consensuelles.

QUAND VOS APPLICATIONS NE SONT PAS DE LA MÊME GÉNÉRATION, ELLES ONT PARFOIS DU MAL À ÉCHANGER...



DEVINEZ QUI FAIT COMMUNIQUER SÈREINEMENT ANCIENNES ET NOUVELLES APPLICATIONS ?



neofi
www.neofi-solutions.com

