

N° 709

# SÉNAT

SESSION EXTRAORDINAIRE DE 2012-2013

---

---

Enregistré à la Présidence du Sénat le 2 juillet 2013

## RAPPORT

FAIT

*au nom de la commission des finances (1) sur la proposition de résolution européenne, présentée par M. Richard YUNG au nom de la commission des affaires européennes en application de l'article 73 quater du Règlement, sur la réforme européenne des indices de taux,*

Par M. François MARC,

Sénateur

## et texte de la commission

---

(1) Cette commission est composée de : M. Philippe Marini, *président* ; M. François Marc, *rapporteur général* ; Mme Michèle André, *première vice-présidente* ; Mme Marie-France Beaufils, MM. Jean-Pierre Caffet, Yvon Collin, Mme Frédérique Espagnac, M. Jean-Claude Frécon, Mme Fabienne Keller, MM. Roland du Luart, Aymeri de Montesquiou, Albéric de Montgolfier, *vice-présidents* ; MM. Philippe Dallier, Jean Germain, Claude Haut, François Trucy, *secrétaires* ; MM. Philippe Adnot, Jean Arthuis, Claude Belot, Michel Berson, Éric Bocquet, Yannick Botrel, Joël Bourdin, Christian Bourquin, Serge Dassault, Vincent Delahaye, Francis Delattre, Mme Marie-Hélène Des Esgaulx, MM. Éric Doligé, Philippe Dominati, Jean-Paul Emorine, André Ferrand, François Fortassin, Thierry Foucaud, Yann Gaillard, Charles Guené, Edmond Hervé, Pierre Jarlier, Roger Karoutchi, Yves Krattinger, Dominique de Legge, Marc Massion, Gérard Miquel, Georges Patient, François Patriat, Jean-Vincent Placé, François Rebsamen, Jean-Marc Todeschini, Richard Yung

Voir le(s) numéro(s) :

Sénat : 624 (2012-2013)



## SOMMAIRE

	<u>Pages</u>
<b>EXPOSÉ GÉNÉRAL</b> .....	5
<b>I. DES INDICES DEVENUS INCONTOURNABLES</b> .....	6
A. LE BESOIN DES ACTEURS FINANCIERS DE SE DOTER DE TAUX D'INTÉRÊT DE RÉFÉRENCE .....	6
B. DES INDICES NON RÉGULÉS GÉRÉS PAR DES ENTITÉS PRIVÉES .....	7
C. UN MODE DE CALCUL DIFFÉRENT ENTRE LE LIBOR ET L'EURIBOR.....	7
<b>II. DES INDICES AYANT FAIT L'OBJET DE FRAUDES MASSIVES</b> .....	8
<b>III. VERS LA MISE EN PLACE D'UNE RÉGULATION ADAPTÉE</b> .....	9
A. DES SANCTIONS DÉJÀ RENFORCÉES.....	9
B. UNE DIVERGENCE D'APPROCHE ENTRE RÉGULATION NATIONALE ET RÉGULATION EUROPÉENNE DES INDICES DE TAUX.....	10
1. <i>Une réforme du LIBOR déjà bien engagée</i> .....	10
2. <i>Un EURIBOR mieux encadré à la demande des autorités européennes de supervision</i> .....	11
3. <i>Un texte européen bientôt présenté</i> .....	12
<b>IV. LES SIX PRINCIPES DE LA PROPOSITION DE RÉOLUTION EUROPÉENNE</b> .....	13
<b>PROPOSITION DE RÉOLUTION EUROPÉENNE ADOPTÉE PAR LA COMMISSION</b> .....	15
<b>EXAMEN EN COMMISSION</b> .....	17
<b>TABLEAU COMPARATIF</b> .....	23



## EXPOSÉ GÉNÉRAL

Mesdames, Messieurs,

Le 5 juin dernier, la commission des affaires européennes du Sénat a adopté, à l'initiative de notre collègue Richard Yung, une proposition de résolution européenne (PPRE) sur **la réforme européenne des indices de taux**. Conformément à l'article 73 *quinquies* du Règlement du Sénat, celle-ci a été renvoyée pour un examen au fond à la commission des finances.

## I. DES INDICES DEVENUS INCONTOURNABLES

### A. LE BESOIN DES ACTEURS FINANCIERS DE SE DOTER DE TAUX D'INTÉRÊT DE RÉFÉRENCE

Les indices de taux permettent de **déterminer un taux d'intérêt moyen sur les différents segments du marché interbancaire**. En effet, les banques prêtent et empruntent quotidiennement des fonds les unes aux autres. Ces opérations sont réalisées dans différentes devises (euro, livre, dollar, etc.) et pour des maturités variables (un jour à un an).

**Le marché interbancaire n'est pas centralisé : il est organisé de gré à gré.** Il ne fonctionne donc pas comme une bourse où les intérêts acheteurs et vendeurs se confrontent en un lieu unique : chaque établissement doit prendre contact avec les autres afin de leur demander leurs disponibilités et leurs prix.

De ce fait, **il n'est pas possible de connaître le taux d'intérêt moyen – pour les différentes devises et les différentes maturités – qui se pratiquent sur la place.**

Or, de nombreux acteurs financiers souhaitent disposer quotidiennement de cette information qui reflète au mieux le coût de l'argent. Par exemple, un contrat financier dont la rémunération repose sur un taux variable nécessite un point de référence sur lequel peut être indexée cette variabilité.

Afin de répondre à ce besoin, la *British Bankers Association* (BBA), l'équivalent britannique de la Fédération bancaire française, a créé, au début des années 1980, le LIBOR (*London interbank offered rate*). Il permet d'établir **un taux d'intérêt moyen pour dix devises<sup>1</sup> et quinze maturités<sup>2</sup> différentes, soit 150 taux de référence, qui sont calculés chaque jour.**

De même, au sein de la zone euro, sous l'égide de la Fédération bancaire européenne, est établi l'EURIBOR. Chaque jour, quinze taux – correspondant à quinze maturités – sont ainsi publiés. A la différence du LIBOR, l'EURIBOR ne porte que sur une seule devise : l'euro<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Couronne danoise ; couronne suédoise ; dollar américain ; dollar australien ; dollar canadien ; dollar néo-zélandais ; euro ; franc suisse ; livre sterling et yen.

<sup>2</sup> 1 jour, 1 semaine, 2 semaines, 1 mois, 2 mois, 3 mois, 4 mois, 5 mois, 6 mois, 7 mois, 8 mois, 9 mois, 10 mois, 11 mois et 12 mois.

<sup>3</sup> Depuis 2012, un indice « USD EURIBOR », qui porte sur le dollar américain, est par ailleurs publié.

En définitive, les taux interbancaires sont des taux de **référence, qui leur vaut la qualification d'indices** ou « *benchmarks* »<sup>1</sup> en anglais. Le LIBOR (ou l'EURIBOR) représente le coût moyen d'un emprunt non sécurisé<sup>2</sup> dans une devise pour une maturité donnée.

Plusieurs dizaines, voire centaines, de milliers de contrats financiers sont fondés sur ces taux, pour des montants notionnels estimés, au minimum, à plus de 360 000 milliards de dollars.

### ***B. DES INDICES NON RÉGULÉS GÉRÉS PAR DES ENTITÉS PRIVÉES***

Le LIBOR et l'EURIBOR sont **tous les deux calculés sous la responsabilité d'instances privées**, respectivement la BBA et l'association de droit belge EURIBOR-EBF.

Ces deux associations assurent la gouvernance de l'indice : elles déterminent ses principes, son mode de calcul, les codes de conduite auxquels doivent se soumettre les banques contributrices, etc. Au quotidien, elles ont toutefois recours à un autre prestataire privé (*Thomson Reuters*) pour la compilation des données et le calcul des taux.

**Jusqu'à récemment, tant au niveau national qu'europpéen, aucune règle particulière n'encadrerait la production de ces indices**, qui étaient donc totalement **auto-régulés**. Aucune sanction n'était prévue en cas de manipulation ou de tentative de manipulation d'un indice.

La Commission européenne a toutefois ouvert des enquêtes sur le fondement du droit de la concurrence dans les cas où plusieurs banques se seraient entendues pour fausser le cours de l'indice (répression des cartels).

### ***C. UN MODE DE CALCUL DIFFÉRENT ENTRE LE LIBOR ET L'EURIBOR***

Le LIBOR et l'EURIBOR sont calculés à partir des données déclarées par un panel de banques, puisqu'il s'agit d'établir un taux moyen. Toutefois, le LIBOR est un taux « emprunteur » tandis que l'EURIBOR est un taux prêteur.

Concrètement, s'agissant du LIBOR, chaque jour, une quinzaine de banques<sup>3</sup> doit répondre à la question suivante : « *dans l'hypothèse d'un marché interbancaire de taille raisonnable, à quel taux pourriez-vous emprunter des fonds si vous deviez le faire avant 11h* » ?

En revanche, pour l'EURIBOR, la question porte sur le taux auquel les banques accepteraient de prêter.

---

<sup>1</sup> C'est-à-dire un point de référence à partir duquel il est possible d'effectuer une mesure.

<sup>2</sup> L'emprunt est dit non sécurisé parce qu'aucune garantie (ou collatéral) n'est exigée en contrepartie. On parle alors de marché interbancaire « en blanc ».

<sup>3</sup> Le nombre de banques qui contribuent à la formation du LIBOR varie en fonction des devises concernées. Il atteint 18 pour le LIBOR relatif au dollar américain.

**Les deux indices peuvent ainsi être calculés même si aucune transaction n'a lieu.**

En effet, le marché interbancaire peut parfois être « fermé », comme ce fut le cas après la chute de *Lehman Brothers* à l'automne 2008. Or, les indices doivent malgré tout être publiés puisque des milliers de contrats en dépendent.

En l'absence de transaction significative – et même en dehors des cas de stress majeur sur le marché interbancaire – les **banques peuvent procéder à une évaluation discrétionnaire (« évaluation à dire d'experts »)**.

## **II. DES INDICES AYANT FAIT L'OBJET DE FRAUDES MASSIVES**

**En ce qui concerne le LIBOR, deux types de fraude ont été identifiés.** En revanche, l'EURIBOR ne semble pas avoir fait l'objet de manipulations de grande ampleur. Plusieurs enquêtes sont néanmoins toujours en cours.

Le premier type de fraude consistait, pour les banques du panel, à orienter à la hausse ou à la baisse le LIBOR en fonction des positions ouvertes dans leurs livres. Dans plusieurs cas, il y aurait pu y avoir des collusions entre banques afin de représenter un poids suffisant pour orienter le taux dans le sens qui les avantagait.

Les banques, à la fois contributrices et utilisatrices du LIBOR, étaient donc dans une situation de **conflits d'intérêts**. D'après la commission parlementaire britannique sur les standards bancaires, au sein de la banque UBS, la fraude aurait impliqué, sur une période de neuf ans, au moins 40 personnes directement et 70 indirectement.

La seconde fraude découverte est intervenue en 2008, après la chute de Lehman Brothers. A l'époque, le marché interbancaire « en blanc » s'est totalement arrêté car les banques doutaient de leur solidité respective.

Lorsque ce marché a redémarré, les taux auxquels certaines banques pouvaient emprunter restaient très élevés, signe de cette profonde défiance. C'est ainsi que, dans le cadre du calcul quotidien du LIBOR, la banque Barclays a volontairement déclaré des taux sous-évalués, car elle ne voulait pas révéler la méfiance des autres banques à son égard.

**Dans le cas du LIBOR, la banque dévoile la position du marché à son encontre** puisqu'elle déclare le montant auquel elle pourrait emprunter. Cette information peut être lourde de conséquence et la tentation de la manipulation peut donc être très forte.

En revanche, **dans le cas de l'EURIBOR, la banque déclare le montant auquel elle accepterait de prêter.** Fondamentalement, cela limite les manipulations destinées à éviter un risque de réputation, mais pas les potentiels conflits d'intérêts. Il faut aussi souligner que le panel des banques

contributrices est presque deux fois moins grand pour le LIBOR que pour l'EURIBOR, rendant les manipulations encore plus aisées.

Ainsi que le rappelle notre collègue Richard Yung dans l'exposé des motifs de sa proposition de résolution européenne : « *en juin 2012, la banque Barclays a été condamnée à verser une amende de 360 millions d'euros pour mettre fin aux enquêtes du régulateur britannique, la Financial Services Authority (FSA), et américain, la Commodity Futures Trading Commission (CFTC). [...] D'autres sanctions ont suivi. La banque suisse UBS a dû régler une amende de 1,1 milliard d'euros après un accord avec les autorités américaines, britanniques et suisses et a renoncé à participer au panel Euribor. La Royal Bank of Scotland a versé 444 millions d'euros d'amendes. Rabobank devrait prochainement verser une amende de 336 millions d'euros. Près d'une vingtaine d'autres grandes banques internationales font actuellement l'objet d'enquêtes des autorités, notamment aux États-Unis. Les analystes de Morgan Stanley estiment à 12 milliards d'euros le coût total pour 11 des 18 banques du panel du Libor : 5,67 milliards d'euros environ d'amendes auxquels il faudrait ajouter 6,38 milliards d'euros pour régler les contentieux liés à cette affaire. En effet, aux sanctions prononcées par les régulateurs, s'ajoutent dorénavant les plaintes ou les actions collectives principalement aux États-Unis* ».

### III. VERS LA MISE EN PLACE D'UNE RÉGULATION ADAPTÉE

L'affaire du LIBOR a permis une prise de conscience : le LIBOR et l'EURIBOR sont de véritables « **biens publics** » ainsi que le souligne notre collègue Richard Yung.

Les pouvoirs publics ne peuvent donc plus se contenter d'un regard distant sur ces indices essentiels pour le fonctionnement des marchés financiers et auxquels des acteurs du monde entiers se réfèrent. Ils doivent en conséquence faire l'objet d'une régulation adéquate par des autorités de supervision indépendantes.

#### A. DES SANCTIONS DÉJÀ RENFORCÉES

Dans le cadre de la réforme de la directive européenne sur les « abus de marché », la Commission européenne a introduit un article prévoyant la sanction administrative et pénale de la manipulation d'un indice.

A l'initiative de notre collègue Richard Yung, rapporteur du projet de loi de séparation et de régulation des activités bancaires, le Sénat a adopté un amendement qui a d'ores et déjà permis de transposer cette disposition dans notre droit national<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Article 4 nonies du projet de loi en cours d'examen.

Ainsi, sera puni de deux ans de prison et de 1,5 million d'euros d'amende (montant pouvant être porté jusqu'au décuple du profit réalisé), toute personne ayant transmis « *des données ou des informations fausses ou trompeuses utilisées pour calculer un indice [...] ou de nature à fausser le cours d'un instrument ou d'un actif auquel serait lié cet indice, lorsque la personne ayant transmis les données ou les informations savait ou aurait dû savoir qu'elles étaient fausses ou trompeuses* ».

Les mêmes peines sont applicables aux personnes qui adoptent un comportement « *aboutissant à la manipulation du calcul d'un indice* ».

Au Royaume-Uni, le législateur a prévu la criminalisation de la manipulation d'un indice.

## ***B. UNE DIVERGENCE D'APPROCHE ENTRE RÉGULATION NATIONALE ET RÉGULATION EUROPÉENNE DES INDICES DE TAUX***

Le volet « sanctions » reste consensuel au niveau européen. En revanche, des questions plus épineuses demeurent en suspens. Elles portent sur les modalités de calcul des indices, sur la composition du panel des banques, sur la gouvernance des organismes responsables du calcul ou encore sur les autorités chargées de la supervision de ces opérations.

### **1. Une réforme du LIBOR déjà bien engagée**

La place financière de Londres considère le LIBOR comme un élément déterminant de son influence au niveau mondial. Le Gouvernement et les professionnels ont donc estimé qu'une réaction rapide devait être mise en œuvre afin de garantir la réputation de cet instrument.

Fin juin 2012, après les premières annonces concernant la banque Barclays – et qui ont conduit à la démission de son président et de son directeur général – le Gouvernement a demandé à Martin Wheatley, actuel directeur de la Financial Conduct Authority (FCA)<sup>1</sup> de rendre un rapport sur la réforme du LIBOR.

Remis en septembre 2012, ce rapport prône un plan d'action en dix points, qui a déjà été en partie mis en œuvre. S'agissant de la régulation du LIBOR, il préconise que la gestion de l'indice devienne une « *activité régulée* », c'est-à-dire soumise à une surveillance accrue de la part de la FCA.

Néanmoins, le rapport Wheatley ne plaide pas pour une remise en cause profonde de l'indice et **estime qu'une entité privée demeure légitime pour assurer sa gouvernance quotidienne**. La responsabilité du calcul du LIBOR sera toutefois retirée à la BBA pour être transférée à NYSE Euronext, afin d'éviter les conflits d'intérêts au sein même de la BBA. Cette dernière l'a

---

<sup>1</sup> La FCA est un des deux régulateurs financiers britanniques. Il a repris une partie des attributions de la FSA.

d'ailleurs acceptée. Le nouvel administrateur devra être soumis à des règles strictes sur la gouvernance, la gestion des conflits d'intérêts et la surveillance de l'indice.

Depuis le 1<sup>er</sup> juillet 2013, deux autres préconisations sont entrées en vigueur. La première concerne l'abandon du calcul des taux relatifs aux devises et aux maturités pour lesquelles les transactions réelles sont insignifiantes. C'est ainsi que les dollars australien, canadien et néo-zélandais ainsi que les couronnes danoise et suédoise seront retirés du LIBOR. A terme, le nombre de taux calculés quotidiennement devraient diminuer de 150 à 20.

Par ailleurs, les données quotidiennes des banques transmises à l'administrateur de l'indice seront publiées à compter d'un délai de trois mois. Cette recommandation a pour objet d'éviter les fraudes liées à un risque de réputation.

Le rapport recommande enfin d'élargir au maximum le panel des banques contributrices, y compris en rendant obligatoire la participation à l'indice.

Il suggère également que les acteurs financiers « *évaluent* » leur utilisation du LIBOR afin qu'ils déterminent si cet instrument est le plus approprié compte tenu de leurs besoins, notamment lors des périodes où le LIBOR « *ne pourrait pas être produit* », c'est-à-dire lors des épisodes de stress sur le marché interbancaire.

Cette préconisation souligne en creux une des faiblesses du rapport Wheatley. D'un côté, il estime, à juste titre, que les taux doivent se rapprocher des transactions réelles, ce qui peut conduire à empêcher son calcul. De l'autre, il se veut pragmatique et constate que de nombreux contrats font référence au LIBOR en considérant que, comme par le passé, il sera produit quoi qu'il arrive (par le biais des « *évaluations à dire d'experts* »).

Faute d'apporter une réponse satisfaisante à cette contradiction, le rapport se contente d'inviter les acteurs financiers à évaluer leurs risques. En pratique, nul ne sait si le LIBOR sera produit ou même s'il doit l'être lors des périodes de stress sur le marché interbancaire.

## **2. Un EURIBOR mieux encadré à la demande des autorités européennes de supervision**

L'association EURIBOR-EBF a procédé à plusieurs ajustements suite à un rapport conjoint de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) et de l'Autorité bancaire européenne (ABE) publié en janvier 2013<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> AEMF, ABE, Report on the administration and management of Euribor, 11 janvier 2013.

Ses règles de gouvernance ont été revues pour lui conférer une plus grande indépendance vis-à-vis de l'industrie bancaire et de prévenir les conflits d'intérêts en son sein. La liste des membres du comité directeur devra être rendue publique ainsi que leur déclaration d'intérêts.

Tout comme pour le LIBOR, l'AEMF et l'ABE recommandent que le nombre de maturités soit diminué – au maximum à 7 – afin de se concentrer sur les segments de marché les plus actifs. Une consultation sur ce sujet a été lancée au printemps 2013. Les deux autorités préconisent également de revoir en profondeur le Code de conduite applicable aux banques contributrices.

En définitive, les régulateurs plaident pour qu'un corpus de règles encadre toutes les étapes de la production de l'indice, depuis la soumission des données jusqu'à la publication de l'indice.

En parallèle, EURIBOR-EBF travaille avec la Banque centrale européenne (BCE) et une cinquantaine de banques afin d'examiner la faisabilité d'un indice fondé sur des transactions réelles.

### 3. Un texte européen bientôt présenté

Jusqu'à présent, tant pour le LIBOR que pour l'EURIBOR, les autorités ont d'abord fait le choix du dialogue avec les gestionnaires de l'indice afin de corriger les défauts identifiés. Les évolutions législatives sont restées mesurées.

La Commission européenne a toutefois annoncé qu'elle souhaitait présenter un texte spécifique sur cette question. Ainsi, fin 2012, Michel Barnier, commissaire en charge des services financiers, a déclaré que *« toutes les options sont sur la table, toutes sauf le statu quo et l'autorégulation »*.

En conséquence, elle a lancé une procédure de consultation **sur la réforme de l'ensemble des indices**, au-delà des indices de taux. Sont ainsi concernés les indices boursiers, les indices de volatilité, les indices sur matières premières ou encore les indices immobiliers (indice du coût de la construction en France, par exemple).

La consultation est close mais aucune proposition législative n'a, à ce jour, été publiée.

S'agissant des indices de taux, la Commission européenne étudierait en particulier les points suivants :

- faire reposer les indices de référence sur des transactions réelles, pour lesquelles les manipulations sont moins faciles ;

- conserver la supervision des indices au niveau national, sauf pour ceux *« d'importance européenne »*, à savoir le LIBOR et l'EURIBOR, **dont la supervision pourrait être confiée à l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) ;**

- instituer une contribution obligatoire des banques aux indices d'importance européenne. En effet, devant les contraintes juridiques nouvelles, les banques se retirent des panels : pour l'EURIBOR, le nombre de contributeurs a ainsi chuté de 44 à 32 lors de ces derniers mois.

Les autorités britanniques ont d'ores et déjà fait connaître leur scepticisme vis-à-vis d'une régulation européenne. En effet, elles entendent préserver l'influence du LIBOR, ce qui passe par une maîtrise, au niveau national, de l'ensemble des opérations qui sont lui relatives, qu'il s'agisse de sa production ou de sa régulation.

#### **IV. LES SIX PRINCIPES DE LA PROPOSITION DE RÉOLUTION EUROPÉENNE**

La PPRE présentée par notre collègue Richard Yung se limite aux indices de taux, là où la Commission européenne pourrait présenter un texte aux contours sensiblement plus vastes. Elle repose sur six principes.

1) Il faut promouvoir une action dédiée à l'EURIBOR. Celui-ci doit être régulé dans un cadre spécifique et non dans le cadre d'une réforme trop large, dont périmètre n'est même pas encore arrêté. Il faut de surcroît agir vite avant que la session du Parlement européen ne soit close du fait des élections européennes. Ainsi que le souligne l'exposé des motifs de la PPRE : « *l'adoption d'une réforme spécifique à l'EURIBOR [...] permettrait de s'assurer de la maîtrise par l'Europe d'un indice stratégique pour son économie* ».

2) Il faut faire de la production d'indices systémiques comme l'EURIBOR une activité régulée au niveau européen. Il est ainsi préconisé que cette supervision soit intégrée dans le mécanisme unique de supervision, c'est-à-dire que la BCE soit *in fine* responsable de sa supervision. Il ne faut cependant pas exclure que l'AEMF puisse être associée à ce processus.

3) Il faut intégrer le LIBOR à la supervision européenne. Il n'est pas concevable que, dans un marché financier unique, il existe deux modes de régulation des indices financiers : la régulation doit être, si ce n'est identique, du moins cohérente entre l'EURIBOR et le LIBOR.

4) Il faut associer une autorité publique européenne à la gouvernance de l'EURIBOR. C'est ainsi que la BCE pourrait participer au comité directeur de l'EURIBOR-EBF afin de participer à la définition des mécanismes d'élaboration de l'indice. Elle joue déjà un rôle actif dans le calcul et la publication du taux au jour le jour EONIA.

5) Il faut établir un cadre européen de sanctions en cas de manipulation des indices. Cette proposition est déjà satisfaite, bien que la nouvelle directive sur les abus de marché ne soit pas encore formellement adoptée.

6) Il faut enfin assurer une meilleure connaissance des transactions du marché interbancaire. En effet, jusqu'à présent, les banques contributrices du panel ne mettaient pas à disposition les éléments sous-jacents à leur déclaration quotidienne. Il faut que ces données, tout en restant confidentielles, puissent être accessibles aux autorités de régulation. C'est une exigence de transparence.

## PROPOSITION DE RÉSOLUTION EUROPÉENNE ADOPTÉE PAR LA COMMISSION

- ① Le Sénat,
- ② Vu l'article 88-4 de la Constitution,
- ③ Vu la proposition modifiée de directive du Parlement européen et du Conseil relative aux sanctions pénales applicables aux opérations d'initiés et aux manipulations de marché (E 7579),
- ④ Vu la proposition modifiée de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) (E 7580),
- ⑤ Vu la consultation de la Commission européenne du 5 septembre 2012 sur la régulation de la formation et de l'utilisation des indices servant de référence dans les contrats,
- ⑥ Vu le rapport conjoint de l'Autorité Bancaire Européenne et de l'Autorité Européenne des Marchés Financiers sur l'administration et la gouvernance de l'Euribor,
- ⑦ Soutient l'initiative de la Commission de proposer une régulation globale des indices ;
- ⑧ Souhaite toutefois qu'une proposition dédiée à l'Euribor soit formulée ;
- ⑨ Considère qu'une telle proposition devra viser à assurer la pérennité de l'Euribor au regard de ses spécificités et de son importance systémique ;
- ⑩ Juge indispensable que la contribution à un indice et son administration soient désormais considérées comme des activités régulées ;
- ⑪ Estime que la supervision de l'Euribor doit s'inscrire dans le cadre du mécanisme de surveillance unique (MSU) de l'union bancaire ;
- ⑫ Souligne la nécessité de disposer d'un cadre européen cohérent et coordonné de supervision des indices de taux ;
- ⑬ Demande en conséquence que soit envisagée la mise en place de mécanismes permettant une supervision européenne du Libor ;

- ⑭ Appelle à une adoption rapide de la directive et du règlement sur les abus de marché ;
- ⑮ Souligne que le statut de bien public de ces indices rend nécessaire une plus grande implication des autorités publiques dans leur gouvernance ;
- ⑯ Estime que la Banque centrale européenne est légitime et compétente pour assumer cette responsabilité ;
- ⑰ Considère qu'une meilleure connaissance des transactions du marché interbancaire est de nature à renforcer l'intégrité du processus d'élaboration de l'Euribor ;
- ⑱ Demande au Gouvernement de défendre et de faire valoir ces orientations auprès des institutions européennes.

## EXAMEN EN COMMISSION

Réunie le 2 juillet 2013, la commission, sous la présidence de M. Philippe Marini, président, a examiné, en application de l'article 73 *quinquies*, alinéa 3, du Règlement du Sénat, le rapport de M. François Marc, rapporteur, et procédé à l'élaboration du texte de la commission sur la proposition de résolution européenne n° 624 (2012-2013) présentée par M. Richard Yung, au nom de la commission des affaires européennes, sur la réforme européenne des indices de taux.

**M. Philippe Marini, président.** – Le président de l'Autorité des marchés financiers (AMF) vient de nous parler de la réforme des indices de taux et nous avons l'occasion d'examiner plus avant ce sujet grâce à une proposition de résolution européenne (PPRE) déposée par notre collègue Richard Yung.

**M. François Marc, rapporteur.** – En effet, la commission des affaires européennes a adopté une PPRE sur la réforme européenne des indices de taux, c'est-à-dire l'EURIBOR et le LIBOR, suite à la découverte de fraudes massives sur ce dernier.

Avant de rentrer plus avant dans le détail, je crois utile de rappeler quelques éléments de contexte.

Chaque jour, les banques prêtent et empruntent des fonds les unes aux autres. Que les banques cherchent à emprunter ou à placer, le marché interbancaire offre des conditions plus attractives que celles de la banque centrale.

Il s'agit d'un marché de court terme qui peut aller d'une journée à quinze mois. Il est organisé de gré à gré, c'est-à-dire que chaque banque se tourne vers sa consœur pour lui demander ses disponibilités et ses prix. Il n'est donc pas possible de connaître le taux d'intérêt moyen pour les différentes devises aux différentes maturités.

Or, de nombreux acteurs financiers souhaitent disposer de cette information – qui reflète le « vrai coût de l'argent » – afin d'établir la rémunération de contrats financiers, comme par exemple les contrats à taux variable. Ces indices peuvent d'ailleurs aussi servir de référence aux prêts à taux variables consentis à des particuliers.

Pour répondre à ce besoin, la British Bankers Association, l'équivalent britannique de la Fédération bancaire française, a créé, au début des années 1980, le LIBOR (*London interbank offered rate*).

Il permet d'établir un taux d'intérêt moyen pour 10 devises et 15 maturités différentes, soit 150 taux de référence, qui sont calculés chaque jour.

Concrètement, chaque jour, un panel d'une quinzaine de banques doit répondre à la question suivante : « Dans l'hypothèse d'un marché

interbancaire de taille raisonnable, à quel taux pourriez-vous emprunter des fonds si vous deviez le faire avant 11h » ?

Les moyennes résultant de ces réponses sont rendues publiques à midi.

J'insiste sur le fait que les taux LIBOR sont des taux de référence, qui leur vaut la qualification d'indices. Plusieurs dizaines, voire centaines, de milliers de contrats financiers sont basés sur ces taux, pour des montants notionnels de l'ordre de plusieurs centaines de milliers de milliards de dollars et au minimum 360 000 milliards de dollars.

L'EURIBOR est l'équivalent du LIBOR dans la zone euro. Il établit la moyenne quotidienne des prêteurs en euros pour 15 maturités.

**M. Philippe Marini, président.** – Est-il également calculé à Londres ?

**M. François Marc, rapporteur.** – Il est calculé sous la responsabilité de la Fédération européenne des banques, qui est installée à Bruxelles.

En tout état de cause, ces indices font l'objet d'une attention accrue depuis que des fraudes de grande ampleur ont été découvertes.

Le premier type de fraude date des années 2006-2007. Il consistait, pour les banques du panel, à orienter à la hausse ou à la baisse le LIBOR en fonction de leurs positions sur contrats dérivés. Dans plusieurs cas, il y aurait pu y avoir des collusions entre banques afin de représenter un poids suffisant pour orienter le taux dans le sens qui les avantageait.

Les banques, à la fois contributrices et utilisatrices du LIBOR, étaient donc dans une situation de conflits d'intérêts. Le préjudice de cette fraude est potentiellement énorme mais compte tenu du nombre de contrats concernés, il est impossible de calculer le manque à gagner pour les différents acteurs.

La seconde fraude découverte est intervenue en 2008, après la chute de la banque *Lehman Brothers*. A l'époque, le marché interbancaire s'est totalement arrêté car les banques ne se faisaient plus confiance. Lorsque ce marché a redémarré, les taux auxquels certaines banques pouvaient emprunter étaient devenus très élevés, signe d'une profonde défiance. C'est ainsi que la banque Barclays a volontairement sous-évalué ses taux car elle ne voulait pas révéler la méfiance des autres banques à son égard.

Le LIBOR et l'EURIBOR sont des indices gérés par des structures privées qui ne font l'objet d'aucune régulation particulière. Toutefois, leur mode de calcul diffère.

Dans le cas du LIBOR, la banque déclare le montant auquel elle peut emprunter ; autrement dit, elle dévoile la position du marché à son encontre. Cette information peut être lourde de conséquence, comme on l'a vu pour Barclays. Et la tentation de la manipulation peut donc être très forte.

En revanche, dans le cas de l'EURIBOR, la banque déclare le montant auquel elle accepterait de prêter. Fondamentalement, cela limite les manipulations destinées à éviter un risque de réputation, mais pas les potentiels conflits d'intérêts.

Il faut aussi souligner que le panel des banques contributrices est presque deux fois moins grand pour le LIBOR que pour l'EURIBOR, rendant les manipulations encore plus aisées.

Pour ces raisons, il semblerait – mais cela doit encore être confirmé par les enquêtes – que l'EURIBOR n'ait pas fait l'objet de manipulations de grande ampleur.

En tout état de cause, le scandale du LIBOR a conduit à une profonde remise en question de la régulation de ces indices. Il a permis une prise de conscience : le LIBOR et l'EURIBOR sont de véritables « biens publics », si je me permets de paraphraser Richard Yung.

Les pouvoirs publics ne peuvent donc plus se contenter d'un regard distant sur ces indices essentiels pour le fonctionnement des marchés financiers et auxquels la planète entière se réfère ; ils doivent faire l'objet d'une régulation adéquate par des autorités de supervision publiques et indépendantes en lieu et place d'entités privées.

Les sanctions de la manipulation d'un indice seront durcies. Dans le cadre de la réforme de la directive européenne sur les « abus de marché », la Commission européenne a proposé d'introduire un article prévoyant la sanction administrative et pénale de la manipulation d'un indice.

Le Sénat a adopté un amendement de notre rapporteur Richard Yung au projet de loi de séparation et de régulation des activités bancaires, qui a d'ores et déjà permis de transposer cette disposition dans notre droit national.

Il faut tout de même rappeler que les banques fautives ont acquitté des amendes cumulées de plusieurs milliards de dollars aux différents régulateurs britannique, américain ou encore suisse. Ces amendes ont permis de mettre fin aux poursuites.

Le corpus juridique existant en matière de sanctions n'est donc pas absolument vide, mais il n'est pas non plus vraiment adapté. Le volet « sanctions » reste de loin le plus simple car il fait consensus au niveau européen.

Pour le reste, on relève une divergence d'approche entre Londres et Bruxelles sur la gouvernance des indices. Des questions plus épineuses demeurent en suspens. Elles portent sur les modalités de calcul des indices, sur la composition du panel des banques, sur la gouvernance des organismes responsables du calcul et, enfin, sur les autorités chargées de la supervision de ces opérations.

A cela s'ajoute une considération juridique sur les contrats en cours : une réforme du LIBOR et de l'EURIBOR ne doit pas perturber excessivement

les indices dès lors que des milliers de contrats, partout dans le monde, y font référence. Le risque de contentieux serait très important.

La mainmise de la City sur le LIBOR est considérée comme un élément stratégique pour Londres. En conséquence, toute régulation européenne est mal perçue.

Du côté de Londres, on entend « laver son linge sale en famille ». C'est d'ailleurs la raison pour laquelle la City a réagi très rapidement et a demandé à Martin Wheatley, le directeur de la Financial Services Authority, de préparer un rapport sur la réforme du LIBOR.

Ce rapport a été publié en septembre 2012 et a déjà fait l'objet d'une transcription législative qui est partiellement entrée en vigueur au 1<sup>er</sup> juillet 2013. En particulier, les compartiments de marché pour lesquels les transactions étaient trop faibles ont été abandonnés (couronne suédoise, dollar néo-zélandais, etc.).

Bien que le LIBOR devienne juridiquement une « activité financière régulée », son calcul et sa gestion restent confiés à une entité privée, qui ne devrait plus être la British Bankers Association.

Aucune autorité publique n'est engagée directement dans la gouvernance de l'indice. Londres semble ainsi revenir à la régulation « *light touch* » préconisée au début des années 2000 et qui fut si durement critiquée lorsque la crise a éclaté.

De son côté, l'Union européenne entend aller plus loin, mais peut-être trop loin justement. A la fin 2012, la Commission européenne a lancé une procédure de consultation sur la réforme de l'ensemble des indices – et pas seulement les indices financiers.

La consultation est close mais aucune proposition législative n'a, à ce jour, été publiée. On peut donc se demander dans quelle mesure l'ambition affichée n'est pas une entrave à l'avancement des travaux.

La PPRE que nous examinons aujourd'hui nous permet de nous prononcer en amont de la future législation. Le travail de notre collègue Richard Yung se limite – je crois avec raison – aux indices financiers.

La PPRE s'articule autour de six propositions clefs.

Il faut promouvoir une action dédiée à l'EURIBOR. Celui-ci doit être régulé dans un cadre spécifique et non dans le cadre d'une réforme trop large, dont les contours sont encore mal définis. Il faut de surcroît agir vite avant que la session du Parlement européen ne soit close.

Il faut faire de la production d'indices systémiques comme l'EURIBOR une activité régulée au niveau européen. L'autorégulation, source de conflits d'intérêts, ne doit plus avoir cours en Europe.

Notre collègue Richard Yung suggère que cette supervision soit intégrée dans le mécanisme unique de supervision, qui est la première pierre

de l'Union bancaire. L'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) pourrait également intervenir dans le processus de supervision.

Il faut intégrer le LIBOR, au moins en partie, dans la supervision européenne. Il n'est pas concevable que, dans un marché financier unique, il existe deux modes de régulation des indices financiers : la régulation doit être, si ce n'est identique, du moins cohérente entre l'EURIBOR et le LIBOR.

Il faut associer une autorité publique européenne à la gouvernance de l'EURIBOR. Nous ne parlons plus là de supervision mais bien de l'élaboration quotidienne de l'indice. Compte tenu du rôle qu'il joue sur les marchés monétaires, la proposition de faire intervenir la Banque centrale européenne dans l'élaboration de l'EURIBOR me paraît bienvenue.

Il faut établir un cadre européen de sanctions en cas de manipulation des indices. Cette proposition est déjà quasi-satisfaite, bien que la nouvelle directive sur les abus de marché ne soit pas encore formellement adoptée.

Il faut enfin assurer une meilleure connaissance des transactions du marché interbancaire. En effet, jusqu'à présent, les banques contributrices du panel ne mettaient pas à disposition les éléments sous-jacents à leur déclaration quotidienne. Il faut que ces données, tout en restant confidentielles, puissent être accessibles aux autorités de régulation. C'est une exigence de transparence.

Mes chers collègues, je crois pouvoir dire que notre collègue Richard Yung a excellemment travaillé. Je vous proposerai par conséquent d'adopter sans réserve sa proposition de résolution européenne, qui deviendra – à moins qu'un débat en séance publique ne soit demandé – la résolution du Sénat.

**M. Richard Yung.** – Le rapporteur a bien expliqué et explicité notre démarche. Je suis parti de la réflexion que le scandale du LIBOR était totalement occulté en France, alors que la presse anglo-saxonne s'en faisait largement écho. Il me semblait donc important d'en parler.

L'idée essentielle, pour l'élaboration des indices, est de ne pas traiter de la même manière le LIBOR et l'EURIBOR. La zone euro doit préserver sa spécificité.

Surtout, le LIBOR, et vous l'avez dit, est largement un taux deviné : on demande aux banques de faire une supposition sur le taux auquel elles pourraient emprunter. C'est d'ailleurs la critique adressée par les Américains à ce système. Gary Gensler, que nous avons évoqué avec le président de l'AMF, voudrait créer un indice différent qui soit moins « anglo-centré ». Les Américains ne veulent pas dépendre de la place financière de Londres.

Ce qui va peut-être faire débat, c'est de mettre la Banque centrale européenne (BCE) dans la gouvernance du dispositif EURIBOR. J'imagine les critiques qui seront adressées à cette proposition. La BCE elle-même est assez prudente et ne manifeste pas un enthousiasme débordant. Je considère qu'elle fixe déjà l'EONIA, le taux du marché monétaire à 24 heures. Elle pourrait très

bien le faire pour d'autres taux. On évite les conflits d'intérêts et toute attitude morale discutable.

Alors, est-ce que l'Autorité européenne des marchés financiers devrait intervenir ? Je crois que la BCE a plus de poids.

Cette proposition permettrait de remettre des compétences dans la gouvernance de la zone euro : l'EURIBOR, c'est un outil de la zone euro.

**M. Francis Delattre.** – Est-ce que ce taux est basé sur des transactions réelles ?

**M. Richard Yung.** – L'EURIBOR est beaucoup plus proche de la réalité.

**M. Philippe Marini, président.** – C'est un taux prêteur.

**M. Richard Yung.** – En effet, on ne demande pas : « à quel taux pensez-vous être en mesure d'emprunter ? » mais « à quel taux pensez-vous être de mesure de prêter ? ». Cette information est tout de même beaucoup mieux maîtrisée par les banques.

**M. Philippe Marini, président.** – Dans votre esprit, vous demandez que la supervision européenne porte également sur le LIBOR. Quel serait le rôle de la BCE vis-à-vis de LIBOR ?

**M. Richard Yung.** – Sur le fond, il importe que le mode de gouvernance, de régulation et de surveillance des deux taux ne soit pas éloigné.

Mais vous agitez le chiffon rouge devant les Britanniques ! Ils refusent l'intervention de toute autorité et encore moins une autorité européenne. Quelle horreur !

**La proposition de résolution européenne a alors été adoptée sans modification.**

## TABLEAU COMPARATIF

**Proposition de résolution européenne, n° 624 (2012-2013) de M. Richard YUNG, adoptée par la commission des affaires européennes, en application de l'article 73 *quater* du Règlement, sur la réforme européenne des indices de taux**

**Proposition de résolution de la commission**

Le Sénat,

Alinéa sans modification.

Vu l'article 88-4 de la Constitution,

Alinéa sans modification.

Vu la proposition modifiée de directive du Parlement européen et du Conseil relative aux sanctions pénales applicables aux opérations d'initiés et aux manipulations de marché (E 7579),

Alinéa sans modification.

Vu la proposition modifiée de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) (E 7580),

Alinéa sans modification.

Vu la consultation de la Commission européenne du 5 septembre 2012 sur la régulation de la formation et de l'utilisation des indices servant de référence dans les contrats,

Alinéa sans modification.

Vu le rapport conjoint de l'Autorité Bancaire Européenne et de l'Autorité Européenne des Marchés Financiers sur l'administration et la gouvernance de l'Euribor,

Alinéa sans modification.

Soutient l'initiative de la Commission de proposer une régulation globale des indices ;

Alinéa sans modification.

Souhaite toutefois qu'une proposition dédiée à l'Euribor soit formulée ;

Alinéa sans modification.

Considère qu'une telle proposition devra viser à assurer la pérennité de l'Euribor au regard de ses spécificités et de son importance systémique ;

Alinéa sans modification.

Juge indispensable que la contribution à un indice et son administration soient désormais considérées comme des activités régulées ;

Alinéa sans modification.

Estime que la supervision de l'Euribor doit s'inscrire dans le cadre du mécanisme de surveillance unique (MSU) de l'union bancaire ;

Alinéa sans modification.

Souligne la nécessité de disposer d'un cadre européen cohérent et coordonné de supervision des indices de taux ;

Alinéa sans modification.

**Proposition de résolution européenne, n° 624  
(2012-2013) de M. Richard YUNG, adoptée par la  
commission des affaires européennes, en application de  
l'article 73 *quater* du Règlement, sur la réforme  
européenne des indices de taux**

—  
Demande en conséquence que soit envisagée la  
mise en place de mécanismes permettant une supervision  
européenne du Libor ;

Appelle à une adoption rapide de la directive et du  
règlement sur les abus de marché ;

Souligne que le statut de bien public de ces indices  
rend nécessaire une plus grande implication des autorités  
publiques dans leur gouvernance ;

Estime que la Banque centrale européenne est  
légitime et compétente pour assumer cette responsabilité ;

Considère qu'une meilleure connaissance des  
transactions du marché interbancaire est de nature à  
renforcer l'intégrité du processus d'élaboration de  
l'Euribor ;

Demande au Gouvernement de défendre et de faire  
valoir ces orientations auprès des institutions européennes.

**Proposition de résolution de la commission**

—  
Alinéa sans modification.

Alinéa sans modification.