



« DES INDICES SOUS INFLUENCES...
VERS UNE RÉFORME EUROPÉENNE DES INDICES DE TAUX »

Commission des affaires européennes

Proposition de résolution européenne de M. Richard YUNG

Le Libor et, dans une moindre mesure, l'Euribor se trouvent au cœur d'un scandale de grande ampleur, impliquant vraisemblablement de nombreux acteurs internationaux. Ces taux sont censément des valeurs de référence, guidant l'analyse et l'interprétation des marchés qui participent des décisions d'investissement. Ces indices auraient été manipulés pour servir les intérêts ponctuels de l'une ou l'autre institution financière contribuant à leur élaboration quotidienne. La fiabilité de ces taux de référence est ainsi remise en cause, faisant peser un doute sur le bien-fondé des nombreuses opérations financières qui y sont adossées, la pertinence des marchés et leur stabilité.

Au terme de plus de vingt ans d'autorégulation et dans un calendrier contraint par les récentes sanctions pour fraudes, la réforme de ces taux indispensables au fonctionnement de l'économie et des marchés financiers mondiaux, devient une nécessité pressante. L'Europe a d'ailleurs prévu d'inscrire la gouvernance des taux de référence interbancaire dans le cadre de sa future proposition législative sur la gestion globale des indices.

Le processus d'élaboration du Libor et de l'Euribor, devenus des biens publics au titre de leur rôle-clé dans le développement des marchés et la politique monétaire

Les taux Libor et Euribor ont d'abord été utilisés comme référence pour des activités de prêts et d'emprunts à taux variables. Leur importance a particulièrement évolué avec la croissance des marchés financiers et en particulier, pour l'Euribor, la progression des marchés en euro : ils servent aujourd'hui de référence mondiale pour des volumes substantiels de produits dérivés de taux, qu'ils soient échangés de gré à gré ou sur des marchés organisés. Les estimations globales de la valeur des produits financiers valorisés sur ces deux taux

oscillent entre 360 000 et 600 000 milliards de dollars.

Ces taux constituent aussi des références fondamentales pour les banques centrales. Ils occupent désormais une fonction centrale dans la transmission de la politique monétaire et l'Euribor est, en zone euro, un élément essentiel de la transmission de la politique monétaire de la Banque centrale européenne.

Le Libor et l'Euribor sont ainsi devenus des biens publics, au titre de leur rôle-clé dans le développement des marchés et la

politique monétaire. Ce statut n'est toutefois pas encadré par une gouvernance appropriée des processus d'élaboration et ne s'est pas accompagné d'une implication des autorités de supervision.

Les fraudes identifiées ont mis en évidence les **conflits d'intérêts** inhérents à la conception de ces deux indices. Les amendes prononcées par les superviseurs américain et britannique s'élèvent déjà à plusieurs milliards d'euros. Les enquêtes ont permis d'identifier deux phases distinctes de manipulations ou tentatives de manipulations. Dans un premier temps, les banques auraient cherché à influencer les taux en fonction des positions spéculatives prises sur les marchés, tout d'abord pour les protéger, mais aussi et surtout pour les faire fructifier au détriment des autres intervenants du marché. En fonction de la taille des panels, il pouvait s'agir soit d'ententes impliquant d'autres banques, soit d'arrangements internes au sein d'une même banque.

Une fois la crise financière éclatée, les manipulations étaient motivées par le souci des banques des panels de maîtriser les informations données au marché sur leur propre situation par l'intermédiaire de leur contribution.

Au-delà des conflits d'intérêts, les **carences multiples du processus d'élaboration** de ces taux sont désormais clairement reconnues. Le Libor et l'Euribor sont établis à « dire d'experts » dans le cadre de procédures élaborées en totale autorégulation et hors de toute supervision. Ces deux indices visent à refléter les conditions d'un marché qui a de plus connu une profonde mutation. Le marché interbancaire « en blanc » – c'est-à-dire sans garantie – fonctionne principalement sur des bases de gré à gré. Il est dès lors difficile de connaître le niveau, le volume et le détail des transactions effectives. Les revues menées par les banques centrales confirment toutefois l'atonie de ce marché depuis la crise. À cela plusieurs raisons sont avancées. Les banques privées semblent désormais privilégier les transactions garanties par du collatéral. Les banques centrales sont intervenues massivement auprès des banques par l'injection de liquidités. Les réformes prudentielles en cours détournent partiellement les banques des transactions interbancaires « en blanc ».



Le contexte des réformes

La forte mobilisation des organisations de régulation internationales et des autorités de supervision nationales a facilité l'émergence d'un consensus sur certains des éléments de réforme qui sont d'ores et déjà adoptés ou en passe de l'être.

Les travaux menés notamment par l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV) ont permis de fixer les grands principes internes de gouvernance des structures assurant l'administration des indices. L'Autorité Bancaire européenne (ABE) et l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF) ont, dans le même esprit, publié conjointement des recommandations applicables à compter de juin 2013 visant à remédier aux « insuffisances » identifiées dans la gouvernance de l'Euribor.

L'organisation interne tant des banques contributrices que des structures chargées de l'administration des indices doit être renforcée et soumise à des codes de conduite permettant d'identifier et de gérer les conflits d'intérêt. **La production des indices doit devenir une activité régulée, supervisée et soumise en conséquence à d'éventuelles sanctions administratives et pénales.**

Au-delà de ce consensus, la réforme du Libor actée par les autorités britanniques suscite déjà des interrogations. L'équilibre général en est de « réparer » le Libor à travers notamment un renforcement des principes de gouvernance et la mise en place d'une supervision. En préservant le Libor, enjeu central pour la place financière de Londres, les autorités britanniques ont choisi d'écarter l'implication directe d'une autorité publique dans la gouvernance de l'indice.

Les autorités américaines, sous l'impulsion de Gary Gensel, Président du *Commodity Futures Trading Commission*, privilégient une option plus radicale. Elles préconisent, en assimilant Euribor et Libor,

un remplacement du Libor qu'elles jugent structurellement biaisé par de nouveaux indices dont on peut supposer que la gouvernance serait assurée hors du Royaume-Uni.



©setca_bbt

L'association qui est fréquemment faite entre les deux indices est toutefois trop simplificatrice. Le Libor, à la différence de l'Euribor constitue, tout particulièrement en période de crise, un bulletin de santé individuel des banques du panel. Le Libor reflète les conditions d'un marché circonscrit à la place de Londres, l'Euribor vise la globalité des transactions interbancaires en euros « en blanc ». L'étendue et la nature des panels respectifs – près de 40 pour l'Euribor et moins de 20 pour le Libor – en sont la traduction. L'actuelle stabilité du panel du Libor ne pourrait d'ailleurs être qu'apparente.

Les propositions de la commission des affaires européennes

La commission des affaires européennes recense six préconisations sur les priorités de cette réforme :

- promouvoir un texte dédié à la réforme de l'Euribor assurant sa pérennité au regard de ses spécificités et de son importance systémique,
- faire de la production d'indices systémiques comme l'Euribor une activité régulée au niveau européen dans le cadre du mécanisme de surveillance unique,

- intégrer des éléments de contrôle du Libor dans la supervision européenne afin de promouvoir un cadre européen coordonné et cohérent,
- associer la Banque centrale européenne à la gouvernance de l'Euribor qui constitue un bien public,
- établir rapidement un cadre européen de sanctions en cas de manipulation des indices,
- assurer une meilleure connaissance des transactions du marché interbancaire.



Commission des affaires européennes

<http://www.senat.fr/europe/index.html>

*Secrétariat de la Commission
des affaires européennes
15, rue de Vaugirard
75291 Paris Cedex 06*

*Téléphone : 01.42.34.36.71
Télécopie : 01.42.34.32.92*

Président

M. Simon SUTOUR
Sénateur (SOC) du Gard



Rapporteur

M. Richard YUNG
Sénateur (SOC) représentant
les Français établis
hors de France

