



Haut Comité Juridique
de la Place financière de Paris

***RAPPORT SUR LES
ASPECTS JURIDIQUES DES
MODIFICATIONS DES INDICES
DE RÉFÉRENCE***

*du Haut Comité Juridique
de la Place Financière de Paris*

Le 20 juillet 2018



CONTEXTE

Le présent rapport est établi dans un contexte fortement évolutif : des travaux sont parallèlement menés par plusieurs groupes de travail créés sous l'égide d'acteurs publics et privés concernant les évolutions devant être mises en œuvre pour adapter ou créer des indices de référence compatibles avec le règlement (UE) n° 2016/1011 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* »).

À la date du présent rapport, le résultat de ces travaux n'est pas encore connu. Les conclusions de ce Rapport devront donc être complétées pour tenir compte des orientations retenues par les groupes de travail précités.

Le présent rapport ne prend en compte que les travaux diffusés par les différents groupes de travail à la date de sa publication.

INTRODUCTION

Le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris (« **HCJP** ») a constitué un groupe de travail (« **le Groupe** ») ⁽¹⁾ chargé d'examiner les aspects juridiques des modifications des indices de référence de taux d'intérêt. En effet, à la suite d'événements ayant affecté certains indices de référence tels le LIBOR et l'EURIBOR, et portant atteinte à leur intégrité, des réflexions ont été engagées dans différents forums pour les modifier, les réformer ou les remplacer et éliminer ou réduire dans toute la mesure du possible les éléments de vulnérabilité des indices existants.

À la date de publication du présent rapport, certains indices de référence ont été créés mais sont toujours en phase d'essai par les acteurs du marché. Par ailleurs, des travaux se poursuivent pour améliorer les indices existants ou pour créer de nouveaux indices compatibles avec le règlement (UE) n° 2016/1011 du 8 juin 2016 (« **le Règlement Benchmark** »).

Certains indices nouvellement créés présentent un profil différent de celui des indices existants dans la mesure où ils n'intègrent pas le risque de crédit du secteur bancaire ou les différentes maturités des indices actuels. Le remplacement des indices actuels par les nouveaux indices qui offriraient des maturités identiques sur plusieurs devises est toujours à l'étude. Les modalités de la transition n'ont pas été déterminées. Le risque que certains indices actuels disparaissent avant l'émergence des nouveaux indices n'est donc pas exclu à ce stade.

¹ Cf. l'**Annexe n° 1** intitulée « *Composition du Groupe de travail « Aspects juridiques des modifications des indices de référence »* ».



L'un des problèmes essentiels posés par les modifications des indices de référence est celui de la continuité des contrats se référant à des indices ayant disparu ou qui ont subi des modifications, en particulier si l'économie des contrats se trouve substantiellement affectée par ce changement. Plus généralement, si les indices de remplacement ne sont pas clairement identifiés lors de la disparition d'un indice existant, l'exécution des contrats en cours pourrait se heurter à l'incertitude en résultant. L'objet du présent rapport est d'analyser les risques juridiques liés à ces questions et de formuler des recommandations.

Après une étude des indices et de leur importance pour les marchés financiers en France (I.), l'analyse du présent rapport mettra en lumière les événements à l'origine des modifications des indices de référence (II.) et les travaux de Place menés par différents acteurs publics et privés sur les nouveaux indices de référence de taux d'intérêts (III.). Seront également abordées les solutions contractuelles proposées par les acteurs du marché (IV.) ainsi que l'examen de ces problématiques en droit comparé (V.). Enfin, le Rapport présentera les recommandations du Groupe de travail (VI.).



SYNTHÈSE DES CONCLUSIONS

Les indices et leur importance pour les marchés financiers en France. Certains indices de référence de taux d'intérêt sont désignés sous le terme « *Interbank Offered Rates* », ou indices de référence de taux d'intérêt interbancaires (« **IBORs** »). Sur la base des données publiées en juillet 2014 et dont les tendances sont confirmées par des publications récentes, on estimait à plus de 370 trillions de dollars le total des encours notionnels des contrats indexés sur les IBORs. Les prêts hypothécaires indexés sur l'EURIBOR représentaient plus de 100 milliards d'euros d'encours en France, soit un dixième du marché européen. Les produits dérivés, les prêts syndiqués, les titrisations, les prêts aux entreprises et aux particuliers, les obligations à taux variable et les dépôts sont tous exposés de manière significative aux IBORs. À cet égard, leur importance est donc systémique.

Les événements à l'origine des modifications des indices de référence. Les indices sont établis sur la base des données communiquées par les établissements de crédit aux administrateurs. Les contributions ont traditionnellement reflété des estimations par des banques des taux auxquels ces dernières pouvaient emprunter dans le marché interbancaire.

À la lumière, d'une part, des décisions de sanction frappant plusieurs banques au titre d'une manipulation ou d'une tentative de manipulation des indices et, d'autre part, des conséquences des crises financières de 2008 et de 2011, entraînant une crise de liquidité et une raréfaction des transactions interbancaires, il est apparu que les méthodologies utilisées pour déterminer les principaux indices de référence pouvaient soulever des problèmes de qualité et d'intégrité.

La réaction des autorités réglementaires et de supervision. A la suite de ces événements, les autorités réglementaires et de supervision ont décidé de fixer des nouvelles règles pour encadrer les méthodes de détermination des indices de référence de taux d'intérêts, en privilégiant aux estimations notamment l'utilisation des valeurs observées sur des transactions réelles dans un marché compétitif et actif, à la place des estimations. Au niveau européen, le Règlement Benchmark a été adopté en juin 2016, avec comme objectif d'assurer l'intégrité et la fiabilité des indices de référence, par le renforcement des exigences en matière de gouvernance et de supervision des méthodologies employées dans le cadre de la collecte et du traitement des données. En application de ce règlement, tout indice de référence utilisé dans l'Union européenne à partir du 1^{er} janvier 2020 doit effectivement respecter les exigences du Règlement Benchmark.

Les travaux de Place vis-à-vis des IBORs. Depuis 2014, les administrateurs de l'EURIBOR, de l'EONIA et du LIBOR ont initié des travaux visant à renforcer les indices existants (« **IBOR+** »). Les banques centrales des principaux marchés, dont la Banque Centrale Européenne, ont également mis en place des groupes de travail dont la mission est de déterminer des taux alternatifs afin de remplacer les IBORs. Les principaux résultats de ces travaux à ce jour sont les suivants :



- S'agissant des taux à très court terme, la Fed a mis au point un nouveau taux au jour le jour pour le dollar américain, le SOFR, et la Banque d'Angleterre a élaboré une nouvelle méthodologie pour le taux au jour le jour pour la livre sterling, le SONIA. La BCE a récemment annoncé la finalisation des travaux sur un taux successeur de l'EONIA, l'ESTER, dont la publication devrait débuter en octobre 2019. Le SONIA et l'ESTER sont calculés à partir des taux observés sur des dépôts et des emprunts des grandes banques, et reflètent ainsi le risque de crédit sur ce secteur, tandis que le SOFR est considéré comme un taux « presque sans risque » (« RFR »), basé sur des opérations collatéralisées de pension livrée. Des travaux sont en cours pour définir des taux « presque sans risque » pour les autres devises.

- S'agissant des maturités plus longues, l'administrateur du LIBOR a rénové le dispositif de collecte des données et engagé la mise en œuvre d'une nouvelle méthodologie conforme au Règlement Benchmark. L'avenir du LIBOR est cependant mis en question par la décision des autorités britanniques de ne plus faire usage, à partir de 2021 de leur faculté de contraindre les banques à poursuivre leurs contributions. Les autorités britanniques et américaines ont récemment annoncé qu'elles estimaient probable la discontinuité du LIBOR. L'administrateur a toutefois entrepris de consolider la participation de ces banques sur une base volontaire afin de poursuivre la publication du LIBOR, au moins pour les principales devises et pour les termes les plus utilisés, mais il est prématuré d'anticiper le résultat de ces démarches. Des travaux de même nature ont été engagés pour l'EURIBOR confronté en outre à la question de sa conformité au Règlement Benchmark à partir de 2020. La nouvelle méthodologie est en phase d'essai et, selon le calendrier de travail publié par l'administrateur, la publication de l'EURIBOR calculé selon sa nouvelle méthodologie n'est pas prévue avant le quatrième trimestre 2019. En ce qui concerne la livre sterling, le groupe de travail organisé par la Banque d'Angleterre a lancé en juillet 2018 une consultation sur un taux à terme basé sur le SONIA (TSRR), dont la publication pourrait débuter au deuxième semestre 2019.

Certaines autorités de marché ont récemment exprimé la position que le remplacement des IBOR par les RFR est inévitable, et elles ont invité les acteurs de marché à s'y préparer. Selon ces autorités les taux RFR au jour le jour déjà identifiés devraient permettre d'assurer une transition ordonnée pour les produits dérivés. Elles reconnaissent toutefois que les produits « cash » (prêts, obligations, financements) présentent une problématique plus difficile en raison de leur forte dépendance sur les taux à terme. À la date du présent rapport, aucune solution n'a été identifiée, hormis la continuité de la publication des IBOR (ou les IBOR+) sur la base, au moins en partie, des contributions des panels d'établissements de crédit.

L'approche contractuelle des modifications des indices de référence. L'article 28(2) du Règlement Benchmark dispose que « *les entités surveillées [...] qui utilisent un indice de référence établissent et tiennent à jour des plans écrits solides décrivant les mesures qu'elles prendraient si cet indice de référence subissait des modifications substantielles ou cessait d'être fourni. [...]* » Dans la majorité des cas, les acteurs du marché ne sont pas capables de respecter cette exigence aujourd'hui, en raison de l'absence, dans la plupart des contrats liés aux indices, de clauses prévoyant la disparition d'un



indice. Et même si certains contrats récents contiennent des clauses mieux adaptées, leur efficacité dépendra notamment de l'existence, au moment de leur déclenchement, d'indices successeurs faisant l'objet d'un large consensus du marché.

L'impact de la cessation ou de la modification des indices sur les relations contractuelles. La transition des indices de référence de taux d'intérêt interbancaire vers de nouveaux indices aura un impact important sur les relations contractuelles, et notamment sur les contrats en cours. En effet, la disparition d'un indice pourrait rendre impossible le calcul des flux de paiements sans modification du contrat, ou impacter de manière importante l'économie des contrats et leur valeur pour l'une ou l'autre des parties, ou créer des incohérences entre les contrats de financements et les contrats de produits dérivés utilisés pour couvrir le risque de taux.

Face à ces incertitudes, des perturbations importantes liées aux risques juridiques ne peuvent être exclues. La continuité des contrats en cours est notamment en cause – une partie pourrait refuser d'exécuter ses engagements impactés par un changement d'indice, ou demander la résiliation du contrat par anticipation en raison de ce changement.

Le Groupe de travail a étudié ces risques sous l'angle des droits français, new-yorkais et anglais, les trois principaux régimes gouvernant les contrats auxquels les acteurs des marchés français et européens sont exposés. Il a conclu que la probabilité qu'un tribunal décide de mettre fin à un contrat ou de libérer une partie de ses engagements est faible, mais ne peut être totalement exclue, notamment si, au moment de la disparition d'un indice de référence, son indice successeur n'est pas clairement identifié.

Les recommandations du Groupe de travail. La réforme des indices de référence en cours depuis 2012 a d'ores et déjà produit des effets salutaires en renforçant le cadre réglementaire applicable aux indices, avec une amélioration de la fiabilité des données recueillies par les administrateurs et des procédures appliquées par les administrateurs et les contributeurs en vue d'élaborer les indices.

Les travaux menés par les administrateurs et les groupes de travail organisés par les acteurs privés et publics ont toutefois démontré que certains objectifs seront difficilement atteignables. En particulier, s'il paraît envisageable de produire des indices à très court terme (au jour le jour) basés exclusivement sur les transactions réelles dans des marchés profonds et liquides, les travaux réalisés à ce jour ne permettent pas de dégager la même conclusion en ce qui concerne les indices à terme. Or, la continuité des indices à terme reste essentielle.

Le processus de réforme s'est avéré plus complexe et plus long que prévu. Pour cette raison, la période transitoire fixée dans le Règlement Benchmark apparaît aujourd'hui trop courte pour permettre aux acteurs de marché de disposer au 1^{er} janvier 2020 d'un éventail d'indices de référence à terme conforme aux exigences de ce règlement, au moins pour ce qui concerne l'euro (devise principale de la majorité des pays concernés par le Règlement Benchmark).



Face à toutes ces difficultés, il apparaît important pour le Groupe de travail que les différents acteurs de marché (établissements de crédit, emprunteurs, émetteurs des obligations, utilisateurs des produits dérivés, etc.) prennent rapidement les mesures suivantes : faire l'inventaire des clauses contractuelles relatives aux indices ; prendre les mesures nécessaires pour les adapter (par renégociation ou, dans la mesure du possible, modification) avant les échéances 2020/2021 ; harmoniser les événements déclencheurs dans les différents contrats (financements / couvertures) indexés sur les mêmes indices de référence.

Le Groupe de travail recommande également que les autorités prennent des mesures pour atténuer les risques identifiés et faciliter la transition : autoriser l'utilisation de l'EURIBOR après le 1^{er} janvier 2020 pour un période permettant une transition ordonnée ; poursuivre activement les travaux relatifs à de nouveaux indices à terme afin de ne pas se référer exclusivement à des indices au jour le jour au moins pour les produits « *cash* » ; désigner des indices successeurs se substituant de plein droit aux indices existants dans les contrats dépourvus de stipulations contractuelles adéquates ; encadrer les conséquences juridiques de la substitution d'un indice pour éviter la résiliation ou la non-exécution d'un nombre important de contrats en cours ; mettre au point un cadre juridique clair destiné à encourager les contributions aux indices par les banques, permettant de définir et de cantonner, en particulier en cas de perturbation grave de marché, leur responsabilité.

Enfin, le Groupe de travail recommande aux administrateurs d'indices d'assurer, avec le soutien des autorités publiques compétentes, la représentativité des panels des établissements contributeurs dans la mesure où les indices avec panel seraient privilégiés. Il recommande également aux administrateurs de se concerter avec les établissements contributeurs quant aux modalités de l'avis d'expert et à l'instauration d'un partage de responsabilité et d'un régime clair de responsabilité applicable notamment à la formulation de cet avis.



SOMMAIRE

Contexte	2
Introduction	2
Synthèse des conclusions	4
Sommaire	8
I. Les indices et leur importance pour les marchés financiers en France	9
1.1 - Les indices	9
1.2 - Les indices de référence de taux d'intérêt interbancaires (« IBORs »)	10
II. Les événements à l'origine des modifications des indices de référence	13
2.1 - Les méthodologies de calcul propres aux IBORs	13
2.2 - Les affaires relatives aux tentatives de manipulation des indices LIBOR et EURIBOR	14
2.3 - Les affaires relatives à l'assèchement du marché interbancaire	14
2.4 - Les réponses des autorités de régulation et de supervision et des organismes de marché	15
2.5 - Le Règlement Benchmark (« BMR ») du 8 juin 2016	18
2.6 - L'annonce de la FCA de 2017 sur les contributions au LIBOR.....	24
2.7 - Les annonces du 12 juillet 2018	25
III. Les travaux de Place vis-à-vis des IBORGS	26
3.1 - Les travaux diligentés par les administrateurs des IBORs	26
3.2 - Les travaux diligentés par les banques centrales	27
IV. L'approche contractuelle des modifications des indices de références	33
4.1 - Les exigences relatives aux « plans écrits solides » du Règlement Benchmark	33
4.2 - Les anciennes et les nouvelles clauses dites de « <i>fallback</i> »	34
V. Les recommandations du groupe de travail	43
5.1 - Aperçu général des problématiques soulevées	43
5.2 - Les risques juridiques	44
VI. L'impact de la cessation ou de la modification des indices sur les relations contractuelles	58
6.1 - Les recommandations adressées aux acteurs de marché	59
6.2 - Les recommandations adressées aux autorités et aux administrateurs d'indice de référence.....	60
Table des matières	63
Liste des annexes	66



I- Les indices et leur importance pour les marchés financiers en France

1.1 - Les indices

Un indice est une mesure statistique, généralement d'un prix ou d'une quantité, calculée à partir d'un ensemble représentatif des données sous-jacentes et de contributions. Si un indice est utilisé en tant que cours de référence pour un contrat financier ⁽²⁾, il devient un indice de référence ⁽³⁾. Les indices de référence sont utilisés principalement pour calculer les paiements dus au titre d'un contrat financier, sur la base des taux d'intérêt, des cours des matières premières ou d'autres paramètres de nature financière.

Un indice est constitué par le recueil de données et leur traitement par un « **administrateur** ». Les données sont souvent transmises à l'administrateur par des « **contributeurs** » qui sont généralement les acteurs actifs dans les marchés concernés ⁽⁴⁾. Le niveau de l'indice est calculé sur la base des données recueillies sur la base des contributions des membres du panel pour une période déterminée et publié à des intervalles précis, soit par l'administrateur, soit par des parties ayant obtenu des licences auprès de l'administrateur.

Les indices utilisés les plus fréquemment dans les contrats financiers concernent les taux d'intérêt sur les principales devises. Les acteurs du marché français sont exposés notamment aux indices EONIA (exprimé en euro, avec une maturité au jour le jour, ou « *overnight* »), EURIBOR (exprimé en euro, avec plusieurs maturités à terme) et LIBOR (exprimé notamment en dollar américain ou en livre sterling, avec plusieurs maturités à terme). Ces indices représentent les taux d'intérêt pratiqués, offerts ou estimés sur des opérations dans le marché interbancaire.

Les acteurs du marché qui utilisent des indices formulent l'hypothèse que la méthodologie retenue par les administrateurs permet d'assurer la qualité et l'intégrité des indices. L'exactitude de cette hypothèse repose notamment sur :

- La fiabilité des données ou des contributions fournies par les contributeurs en ce qu'elles doivent représenter fidèlement les variations des marchés financiers concernés ;

² La notion de « contrat financier » est issue du règlement européen n° 2016/1011 du 8 juin 2018 et ne correspond pas à celle des articles L. 211-1, III et D. 211-1, A du code monétaire et financier. Selon l'article 3(18) du Règlement Benchmark, un contrat financier est un contrat de crédit au sens de l'article 3, point c), de la directive n° 2008/48/CE ou au sens de l'article 4, point 3), de la directive n° 2014/17/UE.

³ Document de Travail des Services de la Commission, Résumé de l'Analyse d'Impact accompagnant le document « Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant les indices utilisés comme indices de référence dans le cadre d'instruments et de contrats financiers » (18.9.13) (« Analyse d'Impact Règlement Benchmark »).

⁴ Il est à noter une différenciation entre les indices contribués et non contribués. En effet, ces derniers représentent la plus grande part des indices de référence pour lesquels les exigences de contrôle et de supervision sont moindres en raison de l'absence de contributeurs. Les indices de référence de taux d'intérêt qui font l'objet du présent rapport sont des indices contribués.



- Les systèmes de gouvernance et les contrôles mis en place par les administrateurs et les contributeurs eux-mêmes afin d'assurer que les règles de calcul sont appliquées d'une manière claire et, dans la mesure du possible, non discrétionnaire, dans le but d'éviter les éventuels conflits d'intérêts ; et
- La transparence permettant aux utilisateurs des indices de comprendre la méthodologie appliquée par l'administrateur et d'avoir confiance en celle-ci ⁽⁵⁾.

Selon l'*International Organization of Securities Commissions* (« **IOSCO** » ou « **OICV** » ⁽⁶⁾), les données utilisées dans la construction d'un indice doivent permettre une représentation fiable de la valeur mesurée par l'indice et devraient être fondées, dans la mesure du possible, sur des valeurs observées sur des transactions réelles dans un marché compétitif et actif ⁽⁷⁾.

Néanmoins, l'OICV reconnaît qu'en période de liquidité réduite, il pourrait s'avérer nécessaire pour un administrateur d'un indice de référence d'avoir recours à d'autres méthodes, et notamment au « jugement d'expert » (ou « avis d'expert ») ⁽⁸⁾, c'est-à-dire à l'appréciation discrétionnaire qui est exercée par l'administrateur ou le contributeur pour extrapoler ou ajuster des données observées ⁽⁹⁾.

1.2 - Les indices de référence de taux d'intérêt interbancaires (« IBORs »)

Certains indices de référence de taux d'intérêt sont désignés sous le terme « *Interbank Offered Rates* », ou indices de référence de taux d'intérêt interbancaires (« **IBORs** »). Les produits dérivés, les prêts syndiqués, les titrisations, les prêts aux entreprises et aux particuliers, les obligations à taux variable et les dépôts sont tous exposés de manière significative aux IBORs. À cet égard, leur importance est donc systémique.

Sur la base des données publiées en 2014, ⁽¹⁰⁾ on estimait à plus de 370 trillions de dollars le total des encours notionnels des contrats indexés sur les IBORs. Les prêts hypothécaires indexés sur l'EURIBOR représentaient plus de 100 milliards d'euros d'encours en France, soit un dixième du marché européen. Dans l'Union européenne, environ 90 % des prêts syndiqués à taux variable et plus de 80 % des produits titrisés à taux variable sont indexés sur l'EURIBOR. Aux États-Unis, 84 % des émissions obligataires à taux variable sont indexées sur le LIBOR en dollar américain (« **LIBOR USD** »).

⁵ Principes OICV, rapport final, juillet 2013.

⁶ Organisation internationale des commissions de valeurs.

⁷ Principes OICV, n° 7, rapport final, juillet 2013.

⁸ Règlement n° 2016/1011 du 8 juin 2016, art. 3(1), §13.

⁹ Principes OICV, n° 8, rapport final, juillet 2013.

¹⁰ Financial Stability Board, "Reforming Major Interest Rate Benchmarks", 22 juillet 2014.



Les données publiées plus récemment confirment globalement ces chiffres. A titre d'exemple, un document publié par la Banque Centrale Européenne le 17 mai 2018 estime le montant notionnel des produits dérivés liés à l'EURIBOR à 109 trillions d'euros ⁽¹¹⁾. Selon des chiffres publiés en juillet 2018 par la *Commodity Futures Trading Commission* des États-Unis plus de 200 trillions de dollars américains des contrats financiers en montant notionnel sont indexés sur le LIBOR ⁽¹²⁾.

Dès lors, les modifications touchant les indices de référence existants pourraient avoir des conséquences systémiques.

Le Groupe de travail a souhaité concentrer ses réflexions sur les principaux indices de référence de taux d'intérêt que sont le LIBOR ⁽¹³⁾, l'EURIBOR ⁽¹⁴⁾ et l'EONIA ⁽¹⁵⁾.

1.2.1 - Le London InterBank Offered Rate

Le **LIBOR** est un indice de référence de taux d'intérêt interbancaire égal à la moyenne du taux auquel les établissements de crédit contributeurs à cet indice pourraient emprunter des fonds non garantis sur la base des taux offerts dans le marché interbancaire londonien pour une période donnée, dans une devise donnée. Les taux d'intérêt indiqués par le LIBOR sont le produit final d'un calcul fondé sur les contributions fournies par les établissements de crédit contributeurs à cet indice.

Créé en 1970, cet indice est publié sur cinq devises différentes (dollar américain, euro, livre sterling, yen japonais, franc suisse) disposant chacune de sept maturités (ou termes) différentes. Ces termes sont notamment de trois, six et douze mois.

Jusqu'au 31 janvier 2014, le LIBOR était administré par la *British Bankers' Association* (« **BBA** »), Au 1^{er} février 2014, l'*Intercontinental Exchange Benchmark Administration Ltd* (« **ICE BA** ») en est devenu l'administrateur.

1.2.2 - L'Euro InterBank Offered Rate

L'**EURIBOR** est un indice de référence de taux d'intérêt interbancaire égal à la moyenne des taux offerts sur les dépôts à terme non garantis par une *prime bank* à une autre *prime bank* en euro. Les taux d'intérêt indiqués par l'EURIBOR sont le produit final d'un calcul fondé sur les contributions fournies par les établissements de crédit contributeurs à cet indice.

¹¹ ("Update on quantitative mapping exercise", Philippe Molitor, Working Group on Euro Risk-Free Rates, 17 mai 2018).

¹² CFTC Market Risk Advisory Committee (MRAC) Meeting, "Alternative Reference Rates: SOFR, LIBOR, and Issues for Transitions", Panel 1: Overview of LIBOR Reform, 12 juillet 2018.

¹³ London Interbank Offered Rate.

¹⁴ Euro Interbank Offered Rate.

¹⁵ Euro OverNight Index Average.



Cet indice est publié en euro, pour huit maturités (ou termes) différentes. Ces termes sont notamment de trois, six et douze mois. Les maturités à deux semaines, deux mois et 9 mois ont été récemment supprimées, avec une date de prise d'effet au 3 décembre 2018 ⁽¹⁶⁾.

Cet indice a été créé le 15 décembre 1997 à l'initiative de la Fédération Bancaire Européenne (« **FBE** ») et de l'Association Cambiste Internationale (« **ACI** ») avec pour vocation de devenir le « *taux de référence du nouveau marché monétaire pour l'euro* ». Sa première publication a eu lieu le 30 décembre 1998 afin que l'indice soit opérationnel dès l'introduction de la monnaie unique, le 1^{er} janvier 1999. En France, il a remplacé le *Paris InterBank Offered Rate* (« **PIBOR** ») ⁽¹⁷⁾.

L'administrateur de l'EURIBOR était initialement l'*Euribor-EBF* ⁽¹⁸⁾, lequel est devenu l'*European Money Markets Institute* (« **EMMI** ») en juin 2014.

1.2.3 - L'Euro OverNight Index Average

L'EONIA est le taux moyen pondéré des transactions de prêts non garantis au jour le jour dans le marché interbancaire en euro dans les pays de l'Union européenne et de l'Association européenne de libre-échange (« **AELE** »).

Cet indice est publié en euro au jour le jour (« *overnight* »).

L'administrateur de l'EONIA était initialement l'*Euribor-EBF* ⁽¹⁹⁾, lequel est devenu l'*European Money Markets Institute* (« **EMMI** ») en juin 2014.

¹⁶ *European Money Markets Institute, "CESSATION OF EURIBOR TENORS", 6 juin 2018.*

¹⁷ *Arrêté du 10 novembre 1998, pris pour l'application de l'article 24 de la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier (actuel article L. 113-1 du code monétaire et financier). Cet article se fonde notamment sur l'article 3 du règlement (CE) n° 1103/97 du Conseil du 17 juin 1997 fixant certaines dispositions relatives à l'introduction de l'euro.*

¹⁸ *European Money Markets Institute, "EURIBOR-EBF BECOMES EMMI", 7 juillet 2014.*

¹⁹ *Ibid.*



II- Les événements à l'origine des modifications des indices de référence

À la lumière, d'une part, des décisions de sanction frappant plusieurs banques au titre d'une manipulation ou d'une tentative de manipulation des indices et, d'autre part, des conséquences des crises financières de 2008 et de 2011, entraînant une crise de liquidité et une raréfaction des transactions interbancaires, il est apparu que les méthodologies utilisées pour déterminer les principaux indices – et notamment le LIBOR et l'EURIBOR, ne respectaient pas les critères de qualité et d'intégrité requis aujourd'hui par le Règlement Benchmark.

À la suite de ces différents événements, les autorités réglementaires ont fixé de nouvelles règles affectant la méthodologie d'élaboration de ces indices et de façon plus générale, ont initié des réflexions sur l'opportunité de réformer les modalités d'élaboration des indices de référence afin de les rendre plus « robustes » quels que soient les contextes ou les caractéristiques des marchés sur lesquels se concluent les transactions de référence. Ces études ont donné lieu à plusieurs propositions de réforme et ont débouché sur le Règlement Benchmark, dont la mise en œuvre est en cours.

2.1 - Les méthodologies de calcul propres aux IBORs

Le LIBOR, l'EURIBOR et l'EONIA sont déterminés à partir des contributions ou, s'agissant de l'EONIA, de données de transaction communiquées par un panel d'établissements de crédit contributeurs à ces indices. Selon l'indice de référence concerné, la taille du panel des établissements de crédit varie.

La question suivante posée par l'ICE BA à son panel de contributeurs illustre la méthodologie de calcul des contributions pour le LIBOR : *“At what rate could you borrow funds, were you to do so by asking for and then accepting interbank offers in a reasonable market size just prior to 11 am?”* ⁽²⁰⁾

S'agissant du LIBOR et de l'EURIBOR, les contributions des établissements de crédit sont amputées par l'administrateur de l'indice de référence des contributions les plus élevées et des contributions les plus faibles communiquées par les établissements de crédit dans le cadre de leur contribution à un IBOR. Ce résultat fait alors l'objet d'une moyenne, qui est publiée une fois par jour ouvrable à onze heures (UTC+1 pour le LIBOR ; UTC+2 pour l'EURIBOR) sur les écrans des services d'information tels que *Thomson Reuters et Bloomberg*.

S'agissant de l'EONIA, le panel de contributeurs fournit chaque jour « TARGET2 » ⁽²¹⁾ à la BCE, agissant en qualité d'agent de calcul ⁽²²⁾ le volume total des transactions éligibles pour ce jour et le

²⁰ ICE Benchmark Administration, *“ICE LIBOR Evolution”*, 25 avril 2018.

²¹ *“TARGET2”* signifie Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer System. Un jour *“TARGET2”* désigne le jour au cours duquel ce système est ouvert.

²² BCE, *“Reference Interest Rates: Role, Challenges and Outlook”*, Monthly Bulletin, Octobre 2013.



taux d'intérêt moyen pondéré en fonction du volume des transactions concernées. L'agent de calcul procède ensuite à la détermination de l'indice, qui est publié une fois par jour ouvrable à dix-neuf heures (UTC+2) sur les écrans des services d'information tels que *Thomson Reuters et Bloomberg* ⁽²³⁾.

2.2 - Les affaires relatives aux tentatives de manipulation des indices LIBOR et EURIBOR

En 2011 et 2012, certaines banques ont révélé que certains de leurs traders se sont concertés avec les traders d'autres établissements de crédit afin de tenter d'influer sur les taux EURIBOR et LIBOR, de 2005 à 2010 ⁽²⁴⁾.

À la suite de ces révélations, plusieurs autorités de supervision de marchés ou de poursuite en matière pénale ont diligenté des enquêtes qui ont débouché sur un certain nombre de sanctions.

Les établissements se sont vus reprocher une manipulation de leurs contributions à la hausse ou à la baisse dans le but d'améliorer les résultats dans certaines activités de *trading*. La concertation entre établissements a par ailleurs été sanctionnée au regard du droit de la concurrence.

En six ans d'enquête, les établissements de crédit concernés ont dû régler un total de près de 9 milliards de dollars d'amendes (soit environ 7,6 milliards d'euros) ⁽²⁵⁾. Parallèlement, plusieurs personnes physiques ont été condamnées pour des peines allant jusqu'à onze ans d'emprisonnement ⁽²⁶⁾.

2.3 - Les affaires relatives à l'assèchement du marché interbancaire

Certains établissements de crédit ont également été poursuivis au titre des contributions qu'ils avaient effectuées dans le contexte de crise de liquidité au cours de l'année 2011.

En l'occurrence, il leur a été reproché des contributions qui ne reflétaient pas leur coût réel de refinancement. Dans le contexte de crise financière qui prévalait alors, un établissement de crédit qui reconnaissait qu'il empruntait plus cher que les autres risquait en effet d'être immédiatement soupçonné de fragilité.

²³ EMMI, "Benchmark Determination Methodology (BDM)", D0043A-2017, 12 avril 2017.

²⁴ *Financial Times*, "UBS pays price for 'epic' Libor scandal", 19 décembre 2012; *Reuters*, "UBS traders charged, bank fined \$1.5 billion in Libor scandal", 19 décembre 2012.

²⁵ *Bloomberg*, "Deutsche Bank to Pay \$220 Million to U.S. States Over Libor", 25 octobre 2017.

²⁶ *Bloomberg*, "Was Tom Hayes Running the Biggest Financial Conspiracy in History?", 14 septembre 2015 ; *Bloomberg*, "Tom Hayes Libor Jail Sentence Cut to 11 Years, Conviction Upheld", 21 décembre 2015.



Ces crises de liquidité ont également mis en évidence le caractère aléatoire de l'avis d'expert qui devait être formulé en l'absence de transaction interbancaire.

Le risque de sanction a entraîné le retrait de certains contributeurs des panels du LIBOR et de l'EURIBOR faisant peser sur les autres banques contributrices un risque de responsabilité accru.

Ces crises de liquidité et les manipulations et tentatives de manipulation mentionnées ci-dessus ont donc révélé la vulnérabilité des méthodologies employées pour l'établissement des indices de référence LIBOR et EURIBOR.

2.4 - Les réponses des autorités de régulation et de supervision et des organismes de marché

A la suite de ces événements, les autorités de régulation et de supervision ont décidé de fixer les nouvelles règles pour encadrer les méthodes de détermination des indices de référence de taux d'intérêts.

Premier d'entre eux, M. Martin WHEATLEY, ancien directeur de la *Financial Conduct Authority* (« FCA »), a été chargé par le gouvernement du Royaume-Uni de tirer les enseignements de ces différentes crises s'agissant du LIBOR.

Par la suite, l'IOSCO a publié ses Principes OICV en juillet 2013, quelques semaines avant les Principes de l'Autorité bancaire européenne (« ABE ») et de l'Autorité européenne des marchés financiers (« AEMF » ou « ESMA »⁽²⁷⁾).

2.4.1 - “The Wheatley Review of LIBOR” de 2012

Le rapport final de M. Martin WHEATLEY a été publié le 28 septembre 2012⁽²⁸⁾.

Ce rapport considérait qu'il fallait privilégier une approche globale de la modification du LIBOR. Mais, compte tenu de son caractère systémique, il était préférable de le réformer plutôt que de le remplacer.

Il apparaissait également que, malgré la perte de crédibilité qu'avait subi le LIBOR, il n'y avait eu aucune baisse de la volumétrie des contrats utilisant cet indice de référence. Une nette majorité des utilisateurs de cet indice interrogés à ce sujet préconisaient la poursuite d'une nouvelle forme de LIBOR plutôt que son remplacement pur et simple.

²⁷ *European Securities and Markets Authority.*

²⁸ *Martin WHEATLEY, “The Wheatley Review of LIBOR”, 28 September 2012.*



Il n'y avait également pas d'alternative au LIBOR immédiatement disponible. Le rapport a alors préconisé d'organiser une réflexion coordonnée à l'échelle internationale afin d'évaluer et d'identifier des solutions à cette problématique ⁽²⁹⁾.

Le rapport WHEATLEY préconisait également que les données issues de transactions réelles devaient être utilisées dans la méthodologie de calcul du LIBOR. Par ailleurs, la publication de l'indice LIBOR sur certaines devises et pour certaines maturités n'était pas soutenue par une quantité suffisante de transactions réelles pour être maintenue.

Enfin, le rapport estimait que les acteurs du marché, administrateur de l'indice et contributeurs, devaient continuer à jouer un rôle important dans la production et la supervision du LIBOR. Certes, cet indice devait être réformé pour remédier aux faiblesses qui avaient été identifiées, mais il n'apparaissait pas approprié que les autorités de marché se substituent aux acteurs du marché dans la production et la commercialisation d'un indice de référence qui est essentiellement utilisé par les acteurs de marché.

À la suite de ce rapport, d'importantes mesures ont été mis en œuvre à la fois en termes de méthodologie, de procédure et de contrôle par les établissements contributeurs. Le gouvernement du Royaume-Uni a également décidé de placer ces activités sous la supervision de la FCA pour ce qui concerne le LIBOR ⁽³⁰⁾.

2.4.2 - Les travaux internationaux menés par le FSB et l'OICV en 2013 et 2014

À l'échelle internationale, le *Financial Stability Board* (« **FSB** », ou Conseil de stabilité financière) a été chargé par le G20 de procéder à un examen rigoureux des principaux indices de référence et d'initier des plans de réforme permettant d'assurer la robustesse et l'utilisation appropriée des indices.

À la demande du FSB, l'OICV a publié un rapport final en juillet 2013 sur les indices de référence financiers, énonçant dix-neuf principes constituant un ensemble de pratiques recommandées aux administrateurs et aux contributeurs (les « **Principes OICV** ») ⁽³¹⁾. Ces Principes ont été approuvés par le FSB. L'OICV a ensuite publié en juillet 2014 un rapport portant sur la conformité aux Principes OICV des administrateurs de l'EURIBOR et du LIBOR.

Ces Principes visaient à promouvoir la fiabilité des indices de référence en renforçant, notamment, la gouvernance et en abordant les questions de qualité des données sous-jacentes et des modalités de contribution ainsi que les questions de responsabilité des différents acteurs concernés.

²⁹ Martin WHEATLEY, *"The Wheatley Review of LIBOR"*, chapter VI.

³⁰ Financial Conduct Authority, *Policy Statement PS13/06, "The regulation and supervision of benchmarks"*, Mars 2013.

³¹ OICV, *"Principles for Financial Benchmarks"*, Final Report, juillet 2013.



L'application et la mise en œuvre des Principes devaient être proportionnelles à la taille et aux risques posés par chaque indice de référence, par chaque administrateur et par chaque méthodologie de calcul.

En 2013, le FSB a mis en place un Comité de Pilotage du Secteur Public (*Official Sector Steering Group*, ou « **OSSG** ») comprenant des autorités de régulation et des banques centrales. L'OSSG a été chargé de coordonner l'évaluation menée par l'OICV des administrateurs des principaux indices de taux interbancaires et de guider les travaux d'un groupe du secteur privé (*Market Participants Group*, ou « **MPG** ») créé en vue d'examiner la faisabilité et la viabilité de l'adoption d'indices alternatifs et la transition vers ces indices. Le MPG a présenté son rapport final sur la réforme des indices de référence en juillet 2014.

Se basant sur le rapport du MPG, le FSB et l'OSSG ont publié un livre blanc relatif à la réforme des principaux indices de référence (*Reforming Major Interest Rate Benchmarks White Paper*, ou « **Livre Blanc** »), en juillet 2014 ⁽³²⁾.

Le Livre Blanc contient un certain nombre de recommandations visant à réduire les risques relevés en ce qui concerne les principaux indices de référence, et notamment :

- (i) L'amélioration des principaux indices de taux d'intérêt interbancaires (désormais, « **IBOR+** »), en les étayant autant que possible par des données sur les transactions et en améliorant le plus possible les processus et les contrôles entourant les contributions.
- (ii) L'identification de taux alternatifs dits « *presque sans risque* » (« *near risk free rates* », abrégé en « **RFR** ») nouveaux ou existants.
- (iii) La promotion de la transition vers ces RFR alternatifs.

2.4.3 - Les travaux européens menés par l'ABE et l'AEMF de 2013

À l'échelle européenne, l'Autorité européenne des marchés financiers (« **AEMF** » ou « **ESMA** ») et l'Autorité bancaire européenne (« **ABE** ») ont publié le 11 janvier 2013 un document de consultation sur les « Principes régissant les processus de détermination des indices de référence dans l'Union européenne » ⁽³³⁾.

³² Financial Stability Board, "Reforming Major Interest Rate Benchmarks", 22 July 2014.

³³ Autorité Bancaire Européenne et Autorité Européenne des Marchés Financiers, "ESMA-EBA Principles for Benchmark-Setting Processes in the EU", ESMA/2013/659, 6 juin 2013.



Le texte final présentant ces Principes (les « **Principes ABE/ESMA** ») a été publié le 6 juin 2013. Ces Principes ont été élaborés afin de résoudre les problèmes relatifs aux indices de référence jusqu'à ce qu'un cadre formel de réglementation et de surveillance relatif aux indices de référence ait été conçu pour l'UE.

Les Principes ABE/ESMA ont fourni aux utilisateurs des indices de référence, aux administrateurs, aux agents de calcul et aux établissements contributeurs un cadre commun pour travailler ensemble dans l'attente de l'adoption d'un cadre légal contraignant. L'ABE et l'AEMF ont travaillé à l'alignement de ces Principes avec ceux de l'OICV.

Concernant la discontinuité des indices de référence, les Principes ABE/ESMA prévoient, notamment, que les stipulations y afférentes doivent être transparentes et rédigées avec soin. Par ailleurs, un utilisateur d'un indice de référence doit incorporer des stipulations efficaces relatives à l'indisponibilité d'un indice de référence dans les contrats indexés. Les stipulations afférentes à la discontinuité d'un indice de référence doivent être utilisées en cas de fourniture interrompue d'un indice de référence ou en cas de survenance d'autres événements perturbant le marché et conduisant à ce que l'indice de référence ne soit plus calculé ou publié selon la méthodologie usuelle.

2.5 - Le Règlement Benchmark (« BMR ») du 8 juin 2016

Le 5 septembre 2012, après la publication du rapport WHEATLEY, la Commission européenne a lancé une consultation publique sur une proposition de règlement encadrant la production et l'utilisation des indices de référence dans l'Union européenne. Après plus de trois ans d'étude, le parlement européen et le Conseil ont adopté le règlement européen (UE) n° 2016/1011 du 8 juin 2016 concernant les indices utilisés comme indices de référence (« **le Règlement Benchmark** » ou « **BMR** ») ⁽³⁴⁾. Ses dispositions sont entrées en vigueur le 1^{er} janvier 2018 ⁽³⁵⁾.

Le Règlement Benchmark contient des dispositions destinées à assurer l'intégrité et la fiabilité des indices de référence ⁽³⁶⁾, des exigences en matière de gouvernance et de conflits d'intérêts ⁽³⁷⁾, des dispositions relatives aux fonctions de supervision ou de contrôle ⁽³⁸⁾ ainsi que des dispositions relatives à la méthodologie ⁽³⁹⁾ et aux données sous-jacentes ⁽⁴⁰⁾.

³⁴ Règlement européen (UE) n° 2016/1011 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 et modifiant les directives 2008/48/CE et 2014/17/UE et le règlement (UE) n° 596/2014.

³⁵ Règlement européen n° 2016/1011 du 8 juin 2016, art. 59.

³⁶ Règlement européen n° 2016/1011 du 8 juin 2016, Titre II.

³⁷ Règlement européen n° 2016/1011 du 8 juin 2016, art. 4.

³⁸ Règlement européen n° 2016/1011 du 8 juin 2016, art. 5 et 6.

³⁹ Règlement européen n° 2016/1011 du 8 juin 2016, art. 12.

⁴⁰ Règlement européen n° 2016/1011 du 8 juin 2016, art. 11.



Ce règlement instaure un cadre commun visant à garantir l'exactitude et l'intégrité des indices utilisés comme indices de référence dans le cadre d'instruments et de contrats financiers, ou comme mesure de la performance de fonds d'investissement dans l'Union européenne. Il contribue ainsi au bon fonctionnement du marché intérieur, tout en assurant un niveau élevé de protection des consommateurs et des investisseurs ⁽⁴¹⁾. Le Règlement Benchmark autorise la publication des indices qui respectent certaines exigences et qui sont publiés par des administrateurs agréés. Il prévoit une période transitoire pendant laquelle la publication des indices utilisés en juin 2016 reste autorisée jusqu'au 1^{er} janvier 2020. Au-delà de cette date, les principaux utilisateurs des indices ne pourront en effet plus utiliser des indices non-conformes à l'ensemble des exigences du Règlement Benchmark. Cette échéance présente un défi majeur pour les administrateurs des indices LIBOR, EURIBOR et EONIA.

2.5.1 - L'utilisation d'un indice de référence dans l'Union Européenne

D'après les dispositions de l'article 29 du Règlement Benchmark, une « *entité surveillée* » ⁽⁴²⁾ ne peut utiliser dans l'UE qu'un indice de référence fourni par un administrateur inscrit au registre visé à l'article 36 du Règlement Benchmark, ou un indice de référence inscrit au même registre (lorsque son administrateur, qui n'est pas situé dans l'UE, bénéficie du régime de pays tiers prévu par le Règlement ⁽⁴³⁾).

Une entité non-surveillée peut en théorie utiliser un indice publié par un administrateur qui n'est pas inscrit au registre. Mais la définition d'une « *entité surveillée* » englobe pratiquement tous les grands acteurs des marchés financiers, dont notamment les établissements de crédit. Par conséquent, d'un point de vue pratique, l'utilisation d'un indice de référence dans l'Union européenne dépend de l'inscription de l'indice ou de son administrateur dans le registre visé à l'article 36.

Ce registre, tenu par l'AEMF, contient la liste (i) des administrateurs situés dans l'Union européenne qui sont agréés ou enregistrés au titre de l'article 34 par les autorités compétentes, (ii) des administrateurs situés dans des pays tiers qui bénéficient du régime de pays tiers en raison de l'équivalence de la réglementation de leurs pays avec la réglementation de l'UE ou à la suite d'une procédure de reconnaissance spécifique ainsi que de leurs indices de référence qui peuvent être utilisés dans l'UE, et (iii) des indices de référence d'administrateurs de pays tiers qui sont agréés à la suite d'une procédure spécifique.

⁴¹ Règlement européen n° 2016/1011 du 8 juin 2016, art. 1^{er}.

⁴² Les entités surveillées sont notamment les établissements de crédit, les entreprises d'investissement, les entreprises d'assurance et les OPCVM, en application de l'article 3(17) du règlement (UE) n° 2016/1011 du 8 juin 2016.

⁴³ Règlement (UE) n° 2016/1011 du 8 juin 2016, art. 30.



Un administrateur situé dans l'UE ne peut fournir un indice de référence que si celui-ci est conforme aux exigences du Règlement Benchmark, dont certaines sont décrites ci-dessous. Son activité est soumise à un contrôle par une autorité compétente et le non-respect des règles expose l'administrateur au risque de sanctions.

La conséquence est que l'utilisation dans l'UE d'un indice de référence par une entité surveillée (et donc dans le marché européen plus généralement⁽⁴⁴⁾) est, en termes pratiques, autorisée uniquement lorsque l'indice respecte les exigences du Règlement Benchmark.

2.5.2 - La méthodologie des indices de référence selon le Règlement Benchmark

2.5.2.1 - Les données sous-jacentes et contributions

D'après l'article 11 du Règlement Benchmark, les données sous-jacentes aux indices de référence fournis par les contributeurs doivent être suffisantes pour représenter de manière exacte et fiable le marché ou la réalité économique que l'indice de référence est censé mesurer. Elles doivent également être vérifiables. Si elles sont disponibles et appropriées, alors elles sont qualifiées de données de transaction. Si tel n'est pas le cas, alors d'autres données sous-jacentes qui ne sont pas des données de transaction peuvent être utilisées, y compris des estimations de prix, des offres de prix et des offres de prix fermes, ou d'autres valeurs.

Des dispositions spécifiques détaillées à l'annexe I (paragraphe 1) du Règlement Benchmark s'appliquent aux indices de référence de taux d'intérêt. Ces dispositions définissent une priorité d'utilisation de données sous-jacentes (qui peuvent par la suite faire l'objet de certains ajustements techniques) :

- Toute transaction d'un contributeur sur le marché sous-jacent ou sur des marchés connexes ;
- Les transactions de tiers sur les mêmes marchés, telles qu'elles sont observées par un contributeur ;
- Les offres de prix fermes ;
- Les offres de prix indicatives ou les jugements d'experts.

L'administrateur obtient les données sous-jacentes auprès d'un groupe ou d'un échantillon de contributeurs fiable et représentatif, de manière à garantir que l'indice de référence qui en résulte est également fiable et représentatif du marché ou de la réalité économique qu'il est censé mesurer.

L'administrateur n'utilise pas les données sous-jacentes d'un contributeur s'il a des raisons de penser que le contributeur n'adhère pas au code de conduite spécifique à un indice de référence. Dans ce cas, l'administrateur doit utiliser des données représentatives rendues publiques.

⁴⁴ S'agissant des succursales non-UE d'entités surveillées, cf. ESMA, "Questions and Answers On the Benchmarks Regulation (BMR)", ESMA70-145-11, Version 7, dernière mise à jour le 24 mai 2018, Q4.3.



L'article 11(2) du Règlement Benchmark ajoute que les administrateurs doivent veiller à ce que leurs procédures de contrôle relatives aux données sous-jacentes comprennent des critères définissant les personnes pouvant fournir à l'administrateur des données sous-jacentes ⁽⁴⁵⁾. Les procédures de contrôle doivent également inclure une procédure de sélection des contributeurs et une procédure permettant d'évaluer des données sous-jacentes fournies par un contributeur afin de vérifier leur intégrité et leur exactitude. Ces procédures doivent également permettre à l'administrateur d'interdire à un contributeur de continuer à fournir des données ou de lui infliger, le cas échéant, d'autres sanctions en cas de non-conformité.

Lorsque les données sous-jacentes d'un indice de référence sont fournies par des fonctions des établissements contributeurs qui exercent une activité de tarification, de négociation, de vente, de commercialisation, de promotion publicitaire, de démarchage, de structuration ou de courtage, l'administrateur obtient des données d'autres sources qui corroborent ces données sous-jacentes. L'administrateur veille à ce que les contributeurs disposent de procédures internes adéquates de supervision et de vérification ⁽⁴⁶⁾.

Selon l'article 11(4), si un administrateur estime que les données sous-jacentes ne représentent pas le marché ou la réalité économique, l'administrateur doit, dans un délai raisonnable, soit se référer à d'autres données sous-jacentes, ou changer de contributeurs ou de méthodologie pour faire en sorte que les nouvelles données sous-jacentes retenues représentent le marché ou la réalité économique. Il peut aussi cesser de fournir cet indice de référence ⁽⁴⁷⁾.

2.5.2.2 - La méthodologie propre aux indices

Selon l'article 11(4) du Règlement Benchmark, pour déterminer l'indice de référence, un administrateur doit utiliser une méthodologie solide et fiable, fondée sur des règles claires établissant notamment les modalités selon lesquelles une appréciation discrétionnaire peut être faite dans la détermination de l'indice de référence. La méthodologie doit préciser quand l'appréciation discrétionnaire peut intervenir. La méthodologie doit également inclure le respect du code de conduite, lequel doit préciser clairement les responsabilités des contributeurs au regard de la fourniture de données sous-jacentes ⁽⁴⁸⁾.

Lors de l'élaboration d'une méthodologie de l'indice de référence ⁽⁴⁹⁾, l'administrateur tient compte de facteurs tels que la taille et la liquidité normale du marché, la transparence des transactions, la

⁴⁵ Règlement européen n° 2016/1011 du 8 juin 2016, art. 4.

⁴⁶ Règlement européen n° 2016/1011 du 8 juin 2016, art. 11(3)(b).

⁴⁷ Règlement européen n° 2016/1011 du 8 juin 2016, art. 11.

⁴⁸ Règlement européen n° 2016/1011 du 8 juin 2016, art. 15(1).

⁴⁹ Règlement européen n° 2016/1011 du 8 juin 2016, art. 12(2).



position des acteurs, la concentration et la dynamique du marché, ainsi que le caractère adéquat de tout échantillon censé représenter le marché ou la réalité économique que l'indice de référence est réputé mesurer. Il détermine également ce qui constitue un marché actif aux fins de cet indice de référence et classe par ordre de priorité les différents types de données sous-jacentes.

Un administrateur doit publier des dispositions claires qui définissent les circonstances dans lesquelles les données sous-jacentes ne satisfont plus, quantitativement ou qualitativement, les exigences nécessaires permettant de déterminer l'indice de référence de manière exacte et fiable. Ces dispositions doivent également préciser si l'indice de référence est néanmoins calculé dans ces circonstances et comment ⁽⁵⁰⁾.

2.5.3 - Les dispositions transitoires de l'art. 51 du Règlement Benchmark

Un fournisseur d'indice fournissant un indice de référence à la date du 30 juin 2016 doit demander un agrément ou un enregistrement au plus tard le 1^{er} janvier 2020.

Un fournisseur d'indice peut continuer à fournir un indice de référence existant qui peut être utilisé par des entités surveillées jusqu'au 1^{er} janvier 2020 sauf si avant cette date sa demande d'agrément ou d'enregistrement lui est refusé.

Au-delà de la période transitoire, tout indice de référence doit être conforme à l'ensemble des exigences du Règlement Benchmark et doit être publié par un administrateur inscrit au registre de l'ESMA ⁽⁵¹⁾. Dans le cas contraire, l'indice ne peut pas continuer à être utilisé dans l'UE par les entités surveillées après le 1^{er} janvier 2020.

2.5.3.1 - Le sort des contrats en cours au 1^{er} janvier 2020

Lorsqu'un indice de référence existant ne satisfait pas aux exigences du Règlement Benchmark, mais que la cessation ou la modification de cet indice de référence en vue de le rendre conforme aux exigences du Règlement entraînerait un cas de force majeure, compromettrait ou enfreindrait de toute autre manière les termes d'un contrat ou d'un instrument financier, ou les règles d'un fonds d'investissement, faisant référence audit indice de référence, l'utilisation de l'indice de référence doit être autorisée par l'autorité compétente de l'État membre dans lequel est situé le fournisseur d'indice ⁽⁵²⁾.

⁵⁰ Règlement européen n° 2016/1011 du 8 juin 2016, art. 12.

⁵¹ S'agissant des indices de pays tiers, cf. règlement européen n° 2016/1011 du 8 juin 2016, art. 32 et 33.

⁵² Règlement européen n° 2016/1011 du 8 juin 2016, art. 51(4).



Le règlement délégué (UE) n° 2018/67 du 3 octobre 2017 vise à préciser les contours et l'interprétation de cette disposition. L'autorité compétente prend notamment en considération le fait que la modification de l'indice de référence nécessiterait une modification substantielle du processus d'élaboration de cet indice qui se traduirait par une valeur d'indice sensiblement différente ou le fait qu'il n'existe pas d'indice de référence de substitution adéquat et conforme au Règlement Benchmark.

2.5.3.2 - Les nouveaux contrats conclus à compter du 1er janvier 2020

Aucun nouvel instrument financier, nouveau contrat financier ou nouvelle mesure de la performance d'un fonds d'investissement ne peut se référer à un indice de référence existant ne satisfaisant pas aux exigences du Règlement Benchmark après le 1^{er} janvier 2020 ⁽⁵³⁾.

2.5.4 - Le pouvoir de contrainte de l'autorité compétente relatif à un indice de référence d'importance critique

Le Règlement Benchmark octroie à l'autorité compétente le pouvoir d'exiger de l'administrateur d'un indice de référence d'importance critique qu'il continue à déterminer la valeur l'indice jusqu'à ce qu'il soit transféré à un nouvel administrateur ou qu'un plan de transition soit mise en place ⁽⁵⁴⁾. L'autorité compétente peut également forcer les contributeurs à s'engager à fournir des données à l'administrateur de l'indice de référence ⁽⁵⁵⁾. Toutefois, en vertu de ces pouvoirs, l'autorité compétente ne peut imposer ces exigences aux administrateurs et aux contributeurs pour une durée supérieure à 24 mois ⁽⁵⁶⁾.

Un « *indice de référence d'importance critique* » est un indice de référence qui remplit l'une des conditions énoncées à l'article 20, paragraphe 1 du Règlement Benchmark (par exemple, il est utilisé dans des contrats dont la valeur s'élève à plus de 500 milliards d'euros), et qui figure sur la liste établie par la Commission en vertu dudit article ⁽⁵⁷⁾.

L'EURIBOR ⁽⁵⁸⁾, l'EONIA ⁽⁵⁹⁾ et le LIBOR ⁽⁶⁰⁾ ont été déclarés indices de référence d'importance critique, compte tenu de leur utilisation en tant que taux de référence sur les marchés financiers.

⁵³ Règlement européen n° 2016/1011 du 8 juin 2016, art. 51(4).

⁵⁴ Règlement européen n° 2016/1011 du 8 juin 2016, art. 21.

⁵⁵ Règlement européen n° 2016/1011 du 8 juin 2016, art. 23.

⁵⁶ Règlement européen n° 2016/1011 du 8 juin 2016, respectivement art. 21(3), dernier alinéa et art. 23(6), dernier alinéa.

⁵⁷ Règlement européen n° 2016/1011 du 8 juin 2016, art. 3(25).

⁵⁸ Règlement d'exécution (UE) n° 2016/1368 du 11 août 2016 de la Commission européenne, établissant une liste des indices de référence d'importance critique utilisés sur les marchés financiers, conformément au règlement (UE) n° 2016/1011 du Parlement européen et du Conseil.



Le Règlement Benchmark dispose par ailleurs qu'un « *administrateur d'un indice de référence publie une procédure précisant les mesures qu'il prendra en cas de modification ou de cessation d'un indice de référence. La procédure peut être rédigée, le cas échéant, pour des familles d'indices de référence, et elle est mise à jour et publiée en cas de modification substantielle* » ⁽⁶¹⁾.

D'aucuns s'interrogent sur le point de savoir si le pouvoir de contraindre la publication d'un indice de référence d'importance critique ou l'obligation de la part d'un administrateur d'établir un plan de continuité s'applique lorsque l'indice en question ne respecte pas les exigences du Règlement Benchmark. Se pose de la même façon la question de son utilisation après le 1^{er} janvier 2020. En tout état de cause, les dispositions transitoires de l'article 51(4) du Règlement Benchmark devraient permettre aux autorités de supervision compétentes d'autoriser l'utilisation d'un indice de référence non-conforme afin d'éviter la perturbation des relations contractuelles en cours.

2.6 - L'annonce de la FCA de 2017 sur les contributions au LIBOR

En juillet 2017, la FCA a annoncé qu'en dépit de ses efforts pour améliorer le fonctionnement du LIBOR⁽⁶²⁾, il s'était avéré difficile de s'assurer que les taux LIBOR et les contributions à cet indice étaient liés à des transactions réelles ⁽⁶³⁾.

L'Autorité financière britannique a alors conclu qu'il était inenvisageable pour les acteurs du marché de s'appuyer indéfiniment sur des taux de référence qui ne sont pas soutenus par un marché sous-jacent actif et a annoncé qu'elle n'utiliserait plus ses pouvoirs de contrainte vis-à-vis des contributeurs au LIBOR à partir de la fin de 2021 ⁽⁶⁴⁾.

La décision de la FCA sur ses pouvoirs de contrainte ne consiste pas en une décision de suppression du LIBOR. Sous réserve de sa conformité aux dispositions du Règlement Benchmark et sous réserve de

⁵⁹ Règlement d'exécution (UE) n° 2017/1147 du 28 juin 2017 de la Commission européenne, modifiant le règlement d'exécution (UE) n° 2016/1368 établissant une liste des indices de référence d'importance critique utilisés sur les marchés financiers, conformément au règlement (UE) n° 2016/1011 du Parlement européen et du Conseil.

⁶⁰ Règlement d'exécution (UE) n° 2017/2246 du 19 décembre 2017 de la Commission européenne, modifiant le règlement d'exécution (UE) n° 2016/1368 établissant une liste des indices de référence d'importance critique utilisés sur les marchés financiers, conformément au règlement (UE) n° 2016/1011 du Parlement européen et du Conseil.

⁶¹ Règlement européen n° 2016/1011 du 8 juin 2016, art. 28(1).

⁶² Se référer à paragraphe 3.1.1 du présent rapport.

⁶³ Discours d'Andrew BAILEY, Directeur général de la Financial Conduct Authority, à Bloomberg London, "The future of LIBOR", 27 juillet 2017.

⁶⁴ Ibid.



disposer de suffisamment de contributions sous sa nouvelle méthodologie de calcul, représentatifs du marché ⁽⁶⁵⁾, le LIBOR pourra toujours être publié après 2021, au moins pour les devises principales.

2.7 - Les annonces du 12 juillet 2018

La question de la pérennité du LIBOR a été mise en question par trois communications coordonnées publiées le 12 juillet 2018 par le FSB ⁽⁶⁶⁾, la FCA ⁽⁶⁷⁾ et la CFTC ⁽⁶⁸⁾.

Selon ces autorités, la disparition du LIBOR et son remplacement par des RFR paraissent inévitable. Elles considèrent qu'il est impossible pour les régulateurs de permettre aux acteurs de marché de poursuivre la conclusion et l'exécution de contrats portant sur des trillions de dollars de valeur notionnels, sur la base des indices calculés à partir d'un marché interbancaire quasiment inexistant. Selon M. Andrew BAILEY, Président de la FCA, le « *LIBOR est le taux auquel les banques n'empruntent pas entre elles* » ⁽⁶⁹⁾.

Par conséquent les autorités ont invité les acteurs du marché à se préparer à cette transition en privilégiant immédiatement l'utilisation des indices RFR dans leurs nouveaux contrats financiers. Elles recommandent également la modification des contrats existants pour substituer les RFR aux taux IBOR lorsque cela est faisable ⁽⁷⁰⁾.

Si les recommandations formulées par les autorités portent généralement sur tous les contrats financiers, sur le plan pratique elles sont adaptées principalement aux produits dérivés. Les autorités reconnaissent que des travaux additionnels sont nécessaires pour permettre une transition ordonnée pour les produits « *cash* » (prêts, obligations, autres financements) qui dépendent de la publication des indices à terme. Elles ont exprimé le souhait de voir apparaître des indices à terme plus « *robustes* » que les IBORs existants, et ont encouragé les travaux en cours de la part des groupes de travail publics et privés, qui sont décrits dans le chapitre suivant.

⁶⁵ Règlement européen n° 2016/1011 du 8 juin 2016, art. 11(1)(a).

⁶⁶ FSB, "Interest rate benchmark reform: overnight risk-free rates and term rates", 12 juillet 2018.

⁶⁷ Discours d'Andrew BAILEY, Directeur général de la Financial Conduct Authority, à Bloomberg London, "Interest rate benchmark reform: transition to a world without LIBOR", 12 juillet 2018.

⁶⁸ CFTC Market Risk Advisory Committee (MRAC) Meeting, "Alternative Reference Rates: SOFR, LIBOR, and Issues for Transitions", Panel 1: Overview of LIBOR Reform, 12 juillet 2018.

⁶⁹ Discours d'Andrew BAILEY, Directeur général de la Financial Conduct Authority, à Bloomberg London, "Interest rate benchmark reform: transition to a world without LIBOR", 12 juillet 2018.

⁷⁰ *Ibid.*



III- Les travaux de Place vis-à-vis des IBORS

3.1 - Les travaux diligentés par les administrateurs des IBORS

Depuis 2014, les administrateurs de l'EURIBOR, de l'EONIA et du LIBOR ont initié des travaux visant à renforcer les indices existants. L'adaptation de leurs méthodologies prenant en compte les données de transaction réelles s'avère toutefois difficile.

3.1.1 - Les travaux de l'administrateur du LIBOR

En mars 2016, l'ICE BA, administrateur du LIBOR, a publié une feuille de route sur l'évolution du LIBOR visant notamment à appliquer les principes du Rapport WHEATLEY, de l'OICV et du Livre Blanc du FSB à la méthodologie de calcul du LIBOR ⁽⁷¹⁾.

En avril 2018, l'ICE BA a été agréé en tant qu'administrateur d'indice de référence par la *Financial Conduct Authority* en application des dispositions du Règlement Benchmark.

Durant le même mois, l'ICE BA a publié son dernier rapport sur les travaux en cours, indiquant son intention d'assurer la publication du LIBOR au-delà de l'horizon 2021. L'administrateur a établi une nouvelle méthodologie basée sur une priorité de collecte des données (dite « *waterfall* »), similaire à celle qui est définie par le Règlement Benchmark. Il a également mis à jour un code de bonne conduite et un comité de surveillance afin de rendre ces procédures conformes au Règlement Benchmark ⁽⁷²⁾.

Cette nouvelle méthodologie de calcul a fait l'objet de tests en 2017 confirmant son efficacité. L'ICE BA prévoit de finaliser la transition à la nouvelle méthodologie au premier trimestre 2019.

L'éventuelle problématique du LIBOR pourrait davantage résulter d'un nombre insuffisant de contributeurs à l'horizon 2021 plutôt que d'une absence de conformité de l'indice aux dispositions du Règlement Benchmark. ICE BA a engagé des discussions avec les contributeurs concernés ou potentiels ainsi qu'avec certains régulateurs.

3.1.2 - Les travaux de l'administrateur de l'EURIBOR et de l'EONIA

Les volontés de réforme menées par l'EMMI, administrateur de l'EONIA (3.1.2.1) et de l'EURIBOR (3.1.2.2), ont rencontré des difficultés.

⁷¹ ICE Benchmark Administration, "ROADMAP FOR ICE LIBOR", 18 mars 2016.

⁷² ICE Benchmark Administration, "ICE LIBOR Evolution Report", 25 avril 2018, p. 6, note n° 7.



3.1.2.1 - L'EONIA

En août 2016, l'EMMI a lancé un programme (dit « *EONIA Review* ») visant à améliorer la gouvernance de l'EONIA et à assurer sa conformité avec les exigences du Règlement Benchmark ⁽⁷³⁾. L'EMMI a alors présenté les résultats d'une analyse montrant une baisse de la valeur notionnelle des transactions sous-jacentes, une augmentation de la concentration des volumes, une réduction du nombre de banques contributrices avec des volumes de transactions soumis supérieurs à zéro, et un nombre moins important de pays représentés au quotidien dans l'indice de référence ⁽⁷⁴⁾. Ces constats sont le résultat de la baisse des volumes de transactions sur le marché interbancaire en Europe.

En février 2018, l'EMMI a annoncé que la conformité au Règlement Benchmark de l'EONIA selon sa définition actuelle ne pouvait pas être assurée d'ici le 1^{er} janvier 2020. Il a conclu que la poursuite de l'*EONIA Review* n'était pas justifiée et a annoncé son arrêt. Il a précisé toutefois que l'EONIA sera publié et pourra être utilisé pour les nouveaux contrats jusqu'au 31 décembre 2019. Son utilisation dans les contrats existant, au-delà du 1^{er} janvier 2020 pourrait être autorisée par les autorités compétentes, en application des dispositions transitoires du Règlement Benchmark ⁽⁷⁵⁾.

3.1.2.2 - L'EURIBOR

En ce qui concerne EURIBOR, l'EMMI a établi une nouvelle méthodologie de calcul fondée entièrement sur des transactions, et a lancé des tests de vérification (dits « *Pre Live Verification Programme* ») dont les résultats ont été publiés en mai 2017. Il a conclu que l'évolution vers un indice basé entièrement sur les transactions n'était pas possible. Il a donc décidé de poursuivre l'étude d'une méthodologie hybride.

Cette méthodologie a fait l'objet d'une consultation lancée le 26 mars 2018. Une phase d'essai est en cours et doit se terminer à la fin du mois de juillet 2018. L'objectif de l'EMMI est de lancer la nouvelle méthodologie hybride au quatrième trimestre 2019, au plus tard.

3.2 - Les travaux diligentés par les banques centrales

Les banques centrales des principaux marchés, dont la *Federal Reserve Bank* (« **Fed** »), la Banque d'Angleterre (« **BoE** ») et la Banque Centrale Européenne (« **BCE** »), ont mis en place des groupes de travail dont la mission est de déterminer des taux alternatifs « robustes ».

⁷³ EMMI, "EMMI LAUNCHES STAKEHOLDER CONSULTATION ON EONIA", 8 août 2016, D0239A-2016 AF.

⁷⁴ EMMI, "Consultative Paper on Enhancements to the Eonia Benchmark", 8 août 2016.

⁷⁵ EMMI, "State of Play of the EONIA Review", 2 février 2018, D0030D-2018 AF.



Ces groupes de travail cherchent principalement à mettre en œuvre une des recommandations du Livre Blanc du FSB, à savoir l'identification des taux alternatifs dits « presque sans risque ». Initialement dénommés « *near risk free rates* », et désormais appelés par commodité « *risk free rates* » (« **RFR** »). Ces taux n'incluent qu'un risque de contrepartie très faible et sont caractérisées par un volume important de transactions et un marché actif et liquide.

L'objectif de ces travaux est d'identifier des RFR « robustes » et isolés du risque de manipulation, et de faciliter une transition des indices IBORs vers les nouveaux RFR. Toutefois, les RFR ne peuvent pas, en l'état, se substituer aux indices IBORs dans les contrats en cours, en raison de deux différences principales entre ces familles d'indices :

- Les indices IBORs sont fondés sur les transactions interbancaires et comportent donc un élément de risque de crédit. La valeur des RFR devrait donc être systématiquement inférieure.
- Les RFR identifiés à ce jour sont fondés sur des transactions « *overnight* » (au jour le jour) tandis que les maturités des indices IBORs sont généralement plus longues (1 mois, 3 mois, 6 mois, etc.).

Depuis le Rapport WHEATLEY ⁽⁷⁶⁾, il est reconnu que le risque de crédit interbancaire n'est pas un élément indispensable des indices pour les transactions futures. Le marché interbancaire a été utilisé dans les années 1970 pour déterminer les indices historiques principalement en raison de la profondeur de ce marché et de la disponibilité des données ⁽⁷⁷⁾. Ces caractéristiques ne sont plus présentes actuellement.

En revanche, la mise en place d'un mécanisme permettant de définir une courbe de taux pour des échéances différentes paraît indispensable, en particulier pour les marchés « *cash* » (prêts, obligations, etc.) ⁽⁷⁸⁾. Les travaux de Place sur cette question sont actuellement en phase de démarrage.

3.2.1.1 - États-Unis : le SOFR en lieu et place du LIBOR en dollar américain

Aux États-Unis, à la suite des recommandations du FSB, l'*Alternative Reference Rates Committee* (« **ARRC** ») a été constitué par la Fed afin d'identifier un taux RFR pour le dollar américain. Son mandat consiste à faciliter une transition volontaire du LIBOR vers un nouvel RFR constituant un indice robuste basé sur des transactions observées sur un marché profond et liquide.

Le 22 juin 2017, l'ARRC a recommandé que le *Secured Overnight Financing Rate* (« **SOFR** ») constitue un successeur potentiel au LIBOR en dollars américains ⁽⁷⁹⁾. Il s'agit d'un taux collatéralisé au jour

⁷⁶ Rapport WHEATLEY, 6.6(2).

⁷⁷ The Alternative Reference Rates Committee, "Second Report", Mars 2018.

⁷⁸ Loan Market Association, "The potential discontinuation of LIBOR and the impact on the syndicated loan market", LMA News, H1 2018.

⁷⁹ ARRC, "The ARRC Selects a Broad Repo Rate as its Preferred Alternative Reference Rate", 22 June 2017.



le jour portant sur des opérations de pension livrée sur les obligations de l'Etat américain (*broad Treasuries repo financing rate*).

Après l'annonce de la décision de l'ARRC, M. Jerome POWELL (actuellement Président de la Fed) et M. Christopher GIANCARLO (Président de la CFTC) ont indiqué que le choix du SOFR "*resolves the central problem with LIBOR, because it will be based on actual market transactions currently reflecting roughly \$800 billion in daily activity. That will make it far more robust than LIBOR*"⁽⁸⁰⁾.

La *Federal Reserve Bank of New York* a débuté la publication du SOFR le 3 avril 2018⁽⁸¹⁾.

Selon le deuxième rapport publié par l'ARRC en mars 2018⁽⁸²⁾, le groupe de travail de la Fed a examiné la possibilité de publier un taux avec un terme plus long qu'une maturité au jour le jour afin de faciliter la transition du LIBOR en dollars américains vers le nouvel indice. Néanmoins, il a conclu que les taux étudiés ne remplissaient pas les critères nécessaires (conformité avec les Principes OICV, marché profond et actif, etc.).

Ce deuxième rapport de l'ARRC considère que le développement d'un marché à terme (« *futures market* ») sur le SOFR est probable et devrait permettre la construction d'une courbe de taux avant la fin de 2021. Dans le cas contraire, l'ARRC considère que le marché des *swaps* d'indice au jour le jour (« *overnight index swaps* » ou « **OIS** ») peut servir de référence pour des taux en dollars américains à terme. Il note également qu'une autre option consisterait à prévoir l'utilisation d'une moyenne des taux publiés par le SOFR pour la période concernée afin de déterminer le taux pour la maturité correspondante. Cependant, il reconnaît que cette dernière option ne permettra pas aux acteurs de marché de calculer au début de la période considérée le montant dû en fin de période, ce qui pourrait poser des problèmes dans le marché des prêts et des émissions obligataires⁽⁸³⁾.

3.2.1.2 - Royaume-Uni : le SONIA en lieu et place du LIBOR en livre sterling

Au Royaume-Uni, le groupe de travail de la *Bank of England* sur les RFR sur la livre sterling a confirmé que le *Sterling Overnight Index Average* (« **SONIA** ») serait l'indice de référence « successeur » privilégié du LIBOR pour tous les produits dérivés et les autres contrats financiers en livre sterling.

Le SONIA est un indice fondé sur la moyenne pondérée des taux à quatre décimales de toutes les transactions situées au-dessus d'un seuil minimum, non-collatéralisées (« *unsecured* ») et effectuées au jour le jour à Londres par les entités contributrices à la *Wholesale Markets Brokers' Association* (« **WMBA** »).

⁸⁰ "How to Fix Libor Pains", *The Wall Street Journal*, 3 août 2017.

⁸¹ *Federal Reserve Bank of New York*, "Statement Introducing the Treasury Repo Reference Rates", 3 April 2018. Le pricing a été fixé à 1,80 % au premier jour de publication.

⁸² *The Alternative Reference Rates Committee*, "Second Report", Mars 2018.

⁸³ *Loan Market Association*, "The potential discontinuation of LIBOR and the impact on the syndicated loan market", *LMA News*, H1 2018.



La Bank of England, administrateur du SONIA depuis 2016, a adopté des réformes pour améliorer cet indice en avril 2018. La publication du nouveau taux SONIA a débuté le 23 avril 2018.

L'objectif est que le SONIA devienne le principal indice de référence du taux d'intérêt de la livre sterling d'ici la fin de l'année 2021. L'une des priorités du groupe de travail de la BoE consistera à formuler des recommandations relatives à l'élaboration des taux de référence à terme fondés sur le SONIA. Aujourd'hui, il s'agit simplement d'un taux au jour le jour qui n'incorpore pas d'autres maturités. Le groupe de travail organisé par la Banque d'Angleterre a lancé une consultation publique sur un taux SONIA à terme (TSRR) le 17 juillet 2018, avec comme objectif la publication du TSRR au deuxième semestre 2019.

On notera que la Banque Européenne d'Investissement (« **BEI** ») a réalisé récemment une émission obligataire à taux variable indexée sur le SONIA à hauteur d'environ un milliard de livre sterling⁽⁸⁴⁾. Le taux pour chaque période d'intérêts est égal au taux moyen du SONIA pendant la période considérée. Par conséquent, le montant du coupon n'est connu que cinq jours ouvrés avant chaque date de paiement des intérêts.

3.2.1.3 - Union européenne : l'évolution des travaux du groupe supervisé par la Banque centrale européenne

À l'échelle européenne, un groupe de travail (« **BCE-RFR** ») piloté par la BCE, la FSMA, l'ESMA et la Commission européenne s'est réuni pour la première fois le 26 février 2018. Trois réunions ont été tenues le 20 avril, le 17 mai 2018 et le 11 juillet 2018.

En raison de sa constitution récente, les travaux du groupe de travail BCE-RFR sont moins avancés que ceux des groupes ARRC et BoE dont les recommandations ont déjà été publiées et mises en œuvre avec la publication des RFR SOFR et le nouveau SONIA. À ce jour, le groupe BCE-RFR a publié des études préliminaires et a constitué trois sous-groupes.

3.2.1.3.1 - La détermination de l'indice successeur de l'EONIA

Le premier sous-groupe a pour objet l'**identification d'un ou de plusieurs indices de référence alternatif au jour le jour (« overnight ») avant la date limite du 1er janvier 2020, afin de remplacer l'EONIA**, à la suite de la conclusion de l'EMMI d'arrêter le programme « *EONIA Review* » qui visait à améliorer la gouvernance et l'administration de l'EONIA.

⁸⁴ *Financial Times*, "EIB to offer Libor alternative with Sonia-based bond", 18 juin 2018.



Plusieurs indices de référence au jour le jour sont actuellement à l'étude afin de remplacer l'EONIA, et notamment l'*Index Overnight Unsecured* de la BCE. La BCE a récemment annoncé l'achèvement des travaux sur un nouvel indice basé sur les taux observés sur les emprunts bancaires, l'*Euro Short Term Rate* (« **ESTER** »). Cet indice de référence de taux d'intérêt sera publié en octobre 2019 ⁽⁸⁵⁾. Il sera entièrement fondé sur les transactions en euros déclarées par les établissements de crédit dans le cadre de la collecte de données statistiques par la BCE sur les marchés monétaires (« **MMSR** ») ⁽⁸⁶⁾.

Une évaluation de cet indice de référence a été publiée par la BCE en 2018. Elle se fonde sur les critères suivants ⁽⁸⁷⁾ :

1. la quantité minimale de données nécessaires et leur concentration ;
2. la robustesse de l'indice de référence, notamment en ce qui concerne les valeurs qualifiées « d'extrêmes » ;
3. le comportement de l'indice de référence en termes de « spreads » et de volatilité par rapport à l'EONIA ;
4. le comportement de l'indice de référence au fil du temps ; et
5. la simplicité de l'indice de référence.

Les réponses à la consultation publique organisée par la BCE indiquent que le marché accueille favorablement le nouveau taux de financement à un jour de la BCE et qu'il s'attend à ce qu'il soit rapidement accepté. Étant donné que les informations sur le comportement du cours seraient utiles aux acteurs du marché avant le démarrage effectif de la publication de l'ESTER, la BCE a l'intention de publier régulièrement au second semestre 2018 des taux issus de la méthodologie de calcul de l'indice ESTER (« **pré-ESTER** ») ⁽⁸⁸⁾.

Une nouvelle consultation visant à déterminer l'indice successeur à l'EONIA a été lancée par le sous-groupe de travail de la BCE le 21 juin 2018 ⁽⁸⁹⁾. Outre le taux ESTER, le sous-groupe de travail RFR de la BCE examine deux autres taux au jour le jour. La consultation propose aux acteurs de marché de désigner l'indice successeur « *overnight* » à partir de ces trois propositions d'indice. Cette consultation a pris fin le 13 juillet 2018.

⁸⁵ BCE, "La BCE annonce la méthodologie de calcul de l'ESTER", Communiqué de presse, 28 juin 2018.

⁸⁶ BCE, "ESTER methodology & policy", 28 juin 2018.

⁸⁷ BCE, "Second public consultation on the publication by the ECB of an unsecured overnight rate", Mars 2018.

⁸⁸ BCE, "La BCE annonce la méthodologie de calcul de l'ESTER", Communiqué de presse, 28 juin 2018.

⁸⁹ BCE, "Working group on euro risk-free rates launches consultation on potential successors to EONIA", 21 juin 2018.

⁹⁰ Pour une illustration s'agissant de l'EURIBOR : European Money Markets Institute, "CESSATION OF EURIBORTENORS", 6 juin 2018.



3.2.1.3.2 - *L'indice successeur de l'EURIBOR*

Le deuxième sous-groupe a pour objet **l'identification d'un ou de plusieurs taux à terme pour servir d'alternative et remplacer en partie l'utilisation de l'EURIBOR après 2020**. Les réflexions portent notamment sur l'encadrement de la méthodologie de calcul de cet indice de référence alternatif et sur son agrément éventuel par l'autorité de supervision. La diminution du nombre de maturités (ou termes) calculées est également l'objet de discussion ⁽⁹⁰⁾. Enfin, la modélisation du jugement d'expert (ou « avis d'expert ») en l'absence de données en nombre suffisant et l'identification de l'auteur de ce jugement d'expert (contributeur, administrateur ou banque centrale) restent à déterminer.

3.2.1.3.3 - *La robustesse et l'évolution des contrats*

Le troisième sous-groupe a pour objet d'examiner **la robustesse des contrats en fonction de l'évolution des indices et des transitions envisagées**. Les dispositifs dits de « clauses de *fallback* » font l'objet d'un grand nombre de discussions.

⁹⁰ Pour une illustration s'agissant de l'EURIBOR : European Money Markets Institute, "CESSATION OF EURIBOR TENORS", 6 juin 2018.



IV- L'approche contractuelle des modifications des indices de référence

4.1 - Les exigences relatives aux « plans écrits solides » du Règlement Benchmark

L'article 28(2) du Règlement Benchmark dispose que « *les entités surveillées [...] qui utilisent un indice de référence établissent et tiennent à jour des plans écrits solides décrivant les mesures qu'elles prendraient si cet indice de référence subissait des modifications substantielles ou cessait d'être fourni. Lorsque cela est faisable et approprié, ces plans désignent un ou plusieurs autres indices de référence susceptibles de servir de référence en substitution des indices de référence qui ne sont plus fournis, et indiquent en quoi ces indices de référence constitueraient des substituts appropriés. Les entités surveillées communiquent sur demande ces plans ainsi que toute mise à jour de ces derniers à l'autorité compétente concernée et les répercutent dans la relation contractuelle avec leurs clients.* »

Ces « *plans écrits solides* » peuvent prendre la forme de clauses dites de « *fallback* » (ou de « *repli* ») insérées dans les stipulations contractuelles des contrats indexés sur des indices de référence. Ces clauses décrivent une « *cascade* » de mesures visant à déterminer un indice de référence de substitution.

Cette cascade est déclenchée par un ou plusieurs événements « *déclencheurs* » (« *triggers* ») successifs en fonction des contrats concernés et dont les premiers d'entre eux pourraient être les suivants :

- a) Discontinuité d'affichage permanente ou à durée indéfinie d'un indice de référence sur la page de référence utilisée.
- b) Déclaration publique de l'administrateur d'un indice de référence énonçant qu'il cessera de publier l'indice concerné de manière permanente ou à durée indéfinie.
- c) Faillite de l'administrateur d'un indice de référence.
- d) Déclaration publique du superviseur de l'administrateur d'un indice de référence énonçant que l'indice n'est plus disponible de manière permanente ou pour une durée indéfinie.
- e) Déclaration publique du superviseur de l'administrateur d'un indice de référence énonçant que l'indice concerné ne pourra plus être utilisé.
- f) La méthodologie de calcul de l'indice de référence sur lequel est indexé le contrat a substantiellement changé, de l'avis de la majorité des prêteurs et/ou des emprunteurs.
- g) L'indice de référence initialement déterminé par le contrat n'est plus considéré comme étant approprié à la relation contractuelle, de l'avis de la majorité des prêteurs et/ou des emprunteurs.

Les clauses de « *fallback* » existent depuis longtemps ⁽⁹¹⁾, mais les clauses traditionnelles n'envisagent qu'une indisponibilité temporaire de l'indice et ne sont pas adaptées à une situation de disparition

⁹¹ Parfois appelées « *clauses de perturbation de marché* ».



ou d'indisponibilité à long terme d'un indice. De nouvelles clauses, qui envisagent et traitent de ces cas de disparition ou d'indisponibilité définitive d'un indice, sont en cours d'élaboration et certaines ont d'ores et déjà vu le jour, mais leur efficacité dépendra de l'existence, au moment de leur déclenchement, d'indices successeurs faisant l'objet d'un large consensus du marché.

La réalisation effective de l'objectif visé par l'article 28(2) du Règlement Benchmark reste donc incertaine à ce stade. En l'absence de solutions de marché établies, un grand nombre d'acteurs de marché ne sont pas en mesure d'être en conformité avec les exigences de ce Règlement.

L'ISDA, l'Association of *Financial Markets in Europe* (« **AFME** »), l'*International Capital Market Association* (« **ICMA** ») et la *Securities Industry and Financial Markets Association* (« **SIFMA** ») ainsi que son *Asset Management Group* (« **SIFMA-AMG** ») ont publié un rapport de transition le 25 juin 2018 afin d'évaluer les difficultés relatives aux modifications des indices de référence ⁽⁹²⁾. Ce rapport préconise aux acteurs de marché de suivre des recommandations pour mieux préparer la transition des IBORs vers les RFR.

Fondé sur les résultats d'une consultation menée auprès d'un grand nombre d'acteurs de marché, le rapport leur suggère d'adopter un certain nombre de plans et d'étapes permettant d'assurer la transition vers les taux alternatifs, en ce compris l'augmentation du nombre de contrats (« *futures* ») indexés sur les nouveaux indices afin d'augmenter la liquidité du marché sous-jacent. Par ailleurs, le rapport précise que les différents groupes de travail publics et privés devraient procéder à des communications globales et coordonnées à destination des acteurs de marché afin de les informer sur la situation des RFR et des IBORs ⁽⁹³⁾.

4.2 - Les anciennes et les nouvelles clauses dites de « *fallback* »

Bien qu'elles puissent faire l'objet d'une étude générale (4.2.1), l'indisponibilité et l'évolution des indices de référence soulèvent des problématiques selon le domaine concerné (4.2.2 et suivants) : financement, marchés de capitaux, produits dérivés, fonds d'investissement et « *retail* ».

4.2.1 - Perspective générale des stipulations contractuelles de « *fallback* »

4.2.1.1 - Les clauses de « *fallback* » existantes dans les contrats en cours

De manière générale, les clauses qui figurent dans les standards de place et dans les contrats en cours sont adaptées uniquement à l'hypothèse d'une indisponibilité temporaire ou d'une évolution d'un indice et ne prennent pas en compte l'hypothèse où un indice disparaîtrait définitivement. En ce sens, elles se rapprochent davantage des clauses types de « *perturbation de marché* » que des clauses de « *fallback* » à proprement parler.

⁹² ISDA, AFME, ICMA, SIFMA, SIFMA AMG, "IBOR Global Benchmark Transition Report", June 2018.

⁹³ ISDA, AFME, ICMA, SIFMA, SIFMA AMG, "ISDA, AFME, ICMA, SIFMA and SIFMA AMG Publish Global Benchmark Report", Communiqué de presse, 25 juin 2018.



Ces clauses ayant vocation à désigner l'indice applicable en cas d'indisponibilité de l'indice prévu au contrat ont pour caractéristique commune de conduire à la désignation d'un taux qui n'est pas indexé sur un indice du marché. Ce taux correspond soit aux cotations recueillies par un agent auprès des banques de référence, soit au coût global de refinancement du prêteur (« *cost of funds* »), soit au dernier taux disponible publié. Ces solutions peuvent difficilement convenir à une situation de disparition définitive de l'indice utilisé par le contrat.

4.2.1.2 - Les clauses de « fallback » en cours d'incorporation

Le marché et les standards de place visent à refondre ces mécanismes de « *fallback* » et à organiser un nouveau mécanisme de « cascade » comprenant un certain nombre d'étapes dont l'existence, la nature et les modalités dépendent de la nature du contrat, du secteur d'activité, de la volumétrie des contrats, du degré de standardisation du contrat mais également du cocontractant.

Ces étapes revêtent plusieurs formes :

- Basculement vers l'indice de référence de substitution contractuellement déterminé (par le recours à des critères de détermination) ou défini (par le recours à une désignation nominative).
- Proposition de renégociation contractuelle afin de déterminer par avenant un indice de référence de substitution, suivant une procédure adaptée :
 - . Détermination contractuelle des modalités de négociation (seuils et quorums de vote, etc.).
 - . Détermination contractuelle des délais de négociation.
- Désignation d'un Agent de détermination de l'indice de référence de substitution, soit un tiers (par exemple, un établissement de crédit actif sur le marché considéré ou un agent de calcul), soit le cocontractant lui-même (ou une de ses filiales) dans certains cas, suivant le droit applicable.
- Possibilité de résiliation du contrat à la demande de l'une des parties par accord mutuel des deux parties ou par l'application d'une clause résolutoire ayant un déclencheur idoine.
- Basculement vers un taux fixe égal à la dernière valeur de l'indice de référence publiée sur les écrans, ce qui transforme le contrat à taux variable en contrat à taux fixe.

4.2.2 - Spécificités des stipulations contractuelles en fonction du secteur d'activités

4.2.2.1 - Applications en matière de prêts aux entreprises (standard LMA)

4.2.2.1.1 - Les clauses contractuelles existantes

Les contrats de crédit ou plus largement, les contrats de financement sont des contrats répondant à une logique bilatérale et sont conclus entre un emprunteur et une banque ou un « *pool* » d'établissements de crédit prêteurs. Toute modification d'un paramètre aussi essentiel que la fixation du taux d'intérêt doit faire l'objet d'un accord des parties.



La *Loan Market Association* (« **LMA** ») a prévu dans ses modèles de contrats de crédit des clauses dites de « *fallback* » en cas d'indisponibilité temporaire des indices de référence. Aujourd'hui, le standard de droit français ⁽⁹⁴⁾ envisage les situations d'indisponibilité du taux « écran » dit « *screen rate* » (EURIBOR, LIBOR ou autre indice de référence).

Les dispositifs de « *fallback* » ⁽⁹⁵⁾ mis en place pour l'EURIBOR dans les contrats en cours sont les suivants :

- (i) taux « écran » interpolé pour la période d'intérêts ;
- (ii) taux « écran » et période d'intérêts réduite ;
- (iii) période d'intérêts réduite et taux historique ;
- (iv) période d'intérêt réduite et taux historique interpolé ;
- (v) taux des banques de référence ; et
- (vi) coût des fonds des prêteurs.

Le standard LMA prévoit que toute modification ou renonciation relative à l'application d'un taux de référence se substituant au taux « écran », sera effectuée avec le consentement des deux-tiers des prêteurs (66,66 %) et le consentement de l'emprunteur.

Deux rédactions alternatives de cette clause sont actuellement prévues selon que l'accord commercial conclu entre les parties prévoit (i) que les taux « écran » historiques pourront être utilisés comme une solution intermédiaire de repli avant de se référer aux taux fixés par les banques de référence ou au coût des fonds ou (ii) que les taux « écran » historiques ne pourront être utilisés comme une solution intermédiaire de repli.

Le standard LMA de droit français ne prévoyait aucune stipulation relative à la disparition permanente et définitive d'un indice de référence. Les contrats de crédit, et plus largement les contrats de financement, étant des contrats bilatéraux entre un syndicat de prêteurs (qualifié de « *pool* ») et l'emprunteur, l'insertion de telles clauses supposera la renégociation du contrat et la signature d'un avenant entre les parties. Ceci pourra donc être générateur d'un travail de « *repapering* » considérable pour les établissements de crédit.

4.2.2.1.2 - Les clauses contractuelles développées par les acteurs du marché

Dans le cadre des nouveaux contrats qu'ils concluent, les acteurs stipulent des clauses visant à prévoir la disparition permanente et définitive de l'indice sur lequel le contrat est indexé.

⁹⁴ Contrat d'ouverture de crédit multidevises comportant un crédit à terme et une ouverture de crédit réutilisable.

⁹⁵ Article 11.1 du Contrat d'ouverture de crédit multidevises comportant un crédit à terme et une ouverture de crédit réutilisable.



Un groupe de travail commun à la *Bank of England* et à la LMA a été constitué afin de réviser les clauses du standard LMA à ce sujet. La LMA a publié ses nouveaux modèles de clauses de « *fallback* » le 25 mai 2018 ⁽⁹⁶⁾.

Dans les contrats LMA soumis au droit français, deux mécanismes sont aujourd'hui principalement utilisés par les acteurs dans leurs contrats de crédit pour faire face à la disparition d'un indice de référence :

- D'une part, si un indice de référence successeur officiel existe et fait l'objet d'une reconnaissance officielle par un régulateur ou une autorité officielle au niveau de la zone euro ou de l'Union européenne, alors cet indice successeur pourra s'appliquer au contrat, sous réserve que cette modification soit acceptée par la majorité (simple ou renforcée) des prêteurs et par l'emprunteur.
- D'autre part, certains mécanismes renvoient à une négociation entre l'Agent et l'emprunteur en cas de disparition de l'indice. Ces négociations ont pour objectif de s'accorder sur un indice de référence de substitution. Il suppose également le consentement de la majorité simple ou d'une majorité renforcée des prêteurs et de l'emprunteur.

Dans le cadre, notamment, des contrats de financement à effet de levier, la pratique des acteurs anglais et américains consiste à inclure une clause renvoyant la détermination de l'indice de référence de substitution à l'accord du « *Facility Agent* » et de l'emprunteur. Ces clauses prévoient le plus souvent qu'il devra néanmoins s'agir d'un taux faisant l'objet d'une publication. À la différence des clauses contenues dans les contrats de droit français et de droit anglais hors contrats de financement à effet de levier, ces clauses n'exigent pas de consulter ou de recueillir le consentement des prêteurs (ni même de la majorité d'entre eux).

La nouvelle clause des standards LMA prévoit, outre la désignation de l'indice de référence successeur, un ajustement dont l'objet est d'éliminer ou de réduire toute variation de l'économie du contrat d'une partie à l'autre lié à la substitution de l'indice. Cette clause reconnaît donc la nécessité de prendre en compte les différences économiques entre les indices successeurs et les indices substitués.

4.2.2.2 - Applications en matière de marchés de capitaux (dette)

4.2.2.2.1 - Les clauses contractuelles existantes

En matière obligataire, la problématique est tout autre puisque les obligataires ont souscrit des titres financiers, les obligations, et sont réunis en une masse, s'agissant des obligations

⁹⁶ Loan Market Association, "The Recommended Revised Form of Replacement Screen Rate Clause and Users Guide", 25 mai 2018.



de droit français. La modification ou la disparition d'un indice de référence permettant de déterminer le taux applicable aux obligations, pourra difficilement donner lieu à une renégociation des termes des obligations entre l'émetteur et les obligataires.

Les obligations soumises au droit français font le plus souvent référence à deux méthodes pour la détermination du taux d'intérêt :

- (i) soit il s'agit d'un taux d'écran similaire à celui utilisé dans les contrats LMA ;
- (ii) soit il s'agit du taux variable fixé par l'agent de calcul dans un « *swap* » de taux théorique conformément aux définitions élaborées par la Fédération Bancaire Française (« **FBF** ») et de l'*International Swaps and Derivatives Association* (« **ISDA** »).

Pour les obligations faisant référence à un taux « écran », le taux sera fixé en cas d'indisponibilité des données sur la base de cotations de taux d'intérêt fournies par les banques de référence. À défaut de cotation par les banques de référence, le dernier taux publié sur l'écran est utilisé. Dans l'hypothèse d'une disparition permanente de l'indice, l'émission à taux variable se transformerait en émission à taux fixe.

Pour les obligations faisant référence au taux ISDA ou FBF, les mécanismes de « *fallbacks* » renvoient à ceux prévus en matière de contrats dérivés dans la documentation de produits dérivés, c'est-à-dire que le taux sera déterminé sur la base de cotations de taux d'intérêt par les banques de référence. Aucune disposition n'est prévue en cas d'absence de cotation.

4.2.2.2.2 - Les clauses contractuelles développées par le marché

De manière générale, en termes de « *fallbacks* », les termes et conditions des obligations émises récemment prévoient le plus souvent que l'émetteur ou l'agent de calcul détermine le taux appliqué sur la base d'un indice successeur au sujet duquel il existe un consensus de marché.

Pour procéder à cette détermination, l'émetteur désignera un agent (qui pourrait être l'émetteur ou une de ses filiales) dont la mission est de déterminer l'indice de substitution, ainsi que les modalités des calculs et des ajustements nécessaires (marges, etc.). Si l'Agent ne parvient pas à déterminer un indice alternatif, alors le taux est généralement fixé sur la base du dernier taux d'écran publié.

4.2.2.2.3 - La modification des termes et conditions

Certaines obligations peuvent ne pas avoir envisagé de mécanismes de « *fallback* » propres à régir les hypothèses d'indisponibilité, de modification ou de disparition de l'indice de référence. Dès lors, la modification du taux applicable aux obligations nécessitera l'accord des porteurs.



En droit de l'État de New-York, les obligations prévoient une procédure par laquelle l'émetteur peut solliciter les modifications des termes du contrat et requiert à ce titre l'accord des porteurs (généralement 100 % des porteurs pour la modification du taux d'intérêt). Cette condition d'unanimité complexifie considérablement toute modification.

En droit anglais, les termes et conditions peuvent aménager les conditions en termes de majorité qui seront nécessaires pour que la modification de l'indice de référence soit adoptée par les porteurs. Certains termes et conditions prévoient que toute discontinuité ou modification significative de l'indice de référence peut donner lieu à une proposition de modification formulée par l'émetteur qui désigne un taux successeur et si plus d'un certain pourcentage de porteurs ne s'oppose pas aux modifications proposées pendant une certaine période (« *negative consent* »), alors le taux successeur proposé sera adopté. Dans le même esprit, il sera possible de réserver aux porteurs dits de « contrôle » le pouvoir d'accepter ou non cette modification, sous réserve d'obtenir une majorité de 75 % des porteurs par l'intermédiaire d'une « *extraordinary resolution* ». Les modifications du calcul de l'intérêt consistant à faire référence à un indice de référence alternatif sont souvent des sujets nécessitant de recueillir une majorité des porteurs.

En droit français, en l'absence de dispositif de « *fallback* », la modification des modalités des titres obligataires suppose l'accord préalable de la masse des obligataires (ou des obligataires réunis en assemblée dans l'hypothèse où les porteurs ne sont pas représentés par une masse).

4.2.2.3 - Applications en matière de produits dérivés

4.2.2.3.1 - Les clauses contractuelles existantes

Les documentations de place des produits dérivés développées au niveau de l'ISDA et de la FBF dans le cadre de leurs définitions ont prévu des mécanismes de « *fallback* » en cas d'indisponibilité de l'indice. Ces « *fallbacks* » apparaissent insuffisants pour faire face à la disparition d'un indice et aux exigences du Règlement Benchmark.

Dans le cadre des *ISDA Definitions* publiées en 2006, l'ISDA avait prévu un mécanisme de « *fallback* » visant les cas d'indisponibilité du taux. L'ultime étape du dispositif de « *fallback* » mis en place vise la cotation de taux d'échange de conditions d'intérêt par les banques de référence. Aucune disposition additionnelle n'est prévue dans le cas où les obtentions des cotations s'avèrent impossible.

L'additif technique « Recueil de taux » publié par la FBF prévoit que le taux d'intérêt est déterminé par le recours au taux publié sur la page d'un fournisseur de données. En cas d'indisponibilité du taux sur cette page, l'additif technique prévoit que le taux sera alors déterminé par l'Agent de calcul sur la base de cotations de taux d'intérêt par les banques de référence.



4.2.2.3.2 - Les clauses contractuelles développées par le marché

L'ISDA a été invitée à participer à certains groupes de travail organisés par les banques centrales en tant qu'observateur. En juillet 2016 le FSB a invité l'ISDA à travailler sur l'amélioration de la robustesse des contrats portant sur des produits dérivés et basés sur les indices de référence de taux d'intérêt.

Le rôle de l'ISDA consiste à mettre en place des définitions permettant aux participants d'incorporer les options dans leurs opérations, par l'intermédiaire des additifs techniques (« *supplément* ») et des protocoles « modulaires » (à options). Les solutions proposées par l'ISDA ne s'appliquent qu'aux contrats de produits dérivés et à d'autres contrats faisant référence aux définitions ISDA.

L'ISDA a mis en place deux groupes de travail : l'un vise à proposer des dispositifs de « *fallback* » permettant la transition des IBORs vers les RFR et l'autre vise à proposer des « *fallbacks* » permettant aux acteurs de se conformer au Règlement Benchmark.

Les travaux réalisés par l'ISDA ont donné lieu au lancement, le 12 juillet 2018, d'une consultation publique sur des propositions de définitions permettant de remplacer les taux IBOR par des taux RFR dans le cadre des transactions faisant référence aux définitions ISDA⁹⁷. L'ISDA propose que les nouveaux taux s'appliquent automatiquement à toute transaction mise en place après l'adoption de la version finale d'un *supplément* aux définitions ISDA. Elle prévoit également de mettre à la disposition des acteurs de marché un protocole leur permettant d'appliquer les nouvelles dispositions à leurs transactions en cours au moment de la transition. Toutefois, l'inconvénient de l'adoption d'un protocole est que le taux d'adhésion des acteurs du marché « *buy-side* », tels que les « *corporate* », à ce type de dispositif pourrait s'avérer faible.

Cette première consultation ne concerne que les taux portant sur certaines devises, dont notamment la livre sterling, le yen japonais et le franc suisse. L'ISDA prévoit d'annoncer une deuxième consultation portant sur l'euro et le dollar américain.

Dans sa consultation l'ISDA propose des paramètres d'ajustement (*spreads*) afin de combler l'écart entre les nouveaux taux au jour le jour et les taux à terme utilisés actuellement. Plusieurs solutions sont proposées, dont certaines permettant aux parties de connaître, au début d'une période de calcul, le montant à payer à la fin de la période (*forward-looking*), et certaines prévoient le calcul de ce montant uniquement en fin de période (*arrears*). L'ISDA propose également des paramètres d'ajustement portant sur la différence entre les taux RFR

⁹⁷ ISDA, "ISDA Publishes Consultation on Benchmark Fallbacks", Communiqué de presse, 12 juillet 2018.



(presque sans risque) et les taux interbancaires, mais uniquement aux fins de la transition des transactions en cours au moment de la transition, et non pas pour les nouvelles opérations. L'ISDA reconnaît que les paramètres d'ajustement proposés ont été conçus uniquement pour le marché des produits dérivés, et qu'ils ne sont pas nécessairement appropriés pour les produits « *cash* » (prêts, obligations, autres financements).

Enfin, l'*European Master Agreement* (« EMA »), publié par la Fédération bancaire européenne (« FBE »), fait actuellement l'objet d'une actualisation dans le cadre de la FBE auquel participe la Banque de France. Il est prévu de procéder à l'insertion d'une clause de « *fallback* » dans l'annexe relative aux produits dérivés de ce contrat cadre.

4.2.2.4 - Applications en matière de gestion d'actifs

La modification, l'indisponibilité ou la disparition d'un indice de référence pourrait concerner les fonds d'investissement en leur qualité de contrepartie de « *swaps* » ou porteurs des titres à taux variables.

Les fonds indiciels et les fonds à formule seront directement impactés par l'indisponibilité, la modification ou la disparition d'un indice de référence, de sorte que la question de la continuité pourrait se poser s'agissant de ces fonds.

La problématique majeure que les acteurs pourraient rencontrer en cas de modification ou de disparition de l'indice de référence se pose en termes d'information aux investisseurs.

En principe, les sociétés de gestion peuvent modifier les règles de fonctionnement du fonds en cours de vie de celui-ci sous certaines conditions. La disparition ou la modification de l'indice de référence pourra alors s'analyser en une mutation du fonds. Cette mutation devra faire l'objet d'une information spécifique des investisseurs.

Le recours au prospectus sera insuffisant car il est remis sur la demande de l'investisseur. Le recours au document d'information clé pour l'investisseur semblera également insuffisant car la longueur de ce document est limitée par les textes réglementaires. Il reste le mécanisme de la lettre aux porteurs mais ce mécanisme est considéré comme coûteux et techniquement complexe à mettre en œuvre.

Au-delà, si l'évolution absolue de l'exposition du fonds à une ou plusieurs typologies de risque pour les OPCVM ou une modification du niveau de l'échelle du risque liée à une modification de l'objectif ou de la politique d'investissement pour les FIA, est strictement supérieure à 20 % de l'actif net. En plus de devoir fournir une information à l'investisseur, le fonds devra aussi lui permettre de sortir ⁽⁹⁸⁾.

⁹⁸ *Instruction AMF, Procédures d'agrément, établissement d'un DICI1 et d'un prospectus et information périodique des OPCVM français et des OPCVM étrangers commercialisés en France – DOC-2011-19.*



Par conséquent, il ne semble pas y avoir de problématique systémique relative aux modifications des indices de référence s'agissant des fonds d'investissement. Cependant, en tant que porteur des obligations à taux variables les fonds sont effectivement exposés à l'ensemble des risques juridiques évoqués dans le présent rapport.

4.2.2.5 - Applications en matière de produits de banque de détail

Les produits de la banque de détail, et notamment les prêts hypothécaires, contiennent rarement des clauses de « *fallback* » adaptées à la disparition d'indice.

La modification de ces produits est susceptible de soulever des difficultés dès lors que la clientèle est composée de consommateurs et de particuliers.

Enfin, ces produits sont largement financés par des opérations de titrisation ce qui soulève les problématiques de concordance entre les conditions financières applicables aux produits et les conditions applicables aux titres issus des opérations de titrisation.



V- L'impact de la cessation ou de la modification des indices sur les relations contractuelles

5.1 - Aperçu général des problématiques soulevées

La transition des indices de référence de taux d'intérêt interbancaire vers de nouveaux indices, qu'ils soient de type IBOR+ ou RFR, aura un impact significatif sur les contrats prévoyant des flux de paiements calculés par référence à ces indices.

Pour les nouveaux contrats signés après la période de transition, l'enjeu principal est économique. Si les nouveaux indices ne sont pas définis avant les échéances 2020 et 2021, les acteurs de marché pourraient se trouver dans l'impossibilité de se financer à des taux variables adaptés à leurs besoins, ou de couvrir leurs expositions aux taux variables. Sur le plan opérationnel (adaptation des systèmes des différents acteurs), la transition paraît également très ambitieuse compte tenu des délais impartis. Sur le plan juridique, le défi principal est d'intégrer dans les contrats des clauses – quasiment inexistantes à ce jour – définissant les nouveaux indices et les éventuels ajustements de risque et de durée.

En revanche, la situation des contrats en cours d'exécution au moment de la transition est plus complexe et présente des risques potentiellement plus importants. En effet, la disparition ou la modification substantielle d'un indice pourrait :

- rendre impossible le calcul des flux de paiements sans modification du contrat, modification qui nécessite souvent l'accord d'un pourcentage élevé des prêteurs et/ou porteurs ;
- impacter de manière significative l'économie des contrats et leur valeur pour l'une ou l'autre des parties ;
- déclencher l'application des clauses de substitution (ou de remplacement) des indices utilisés dans certains contrats, avant la mise en place des indices adaptés ou des paramètres d'ajustement (« *spread* » relatif au risque et durée) permettant de déterminer les taux de remplacement satisfaisants ; et
- créer des incohérences entre les termes des financements et les termes des produits dérivés utilisés pour couvrir le risque de taux des emprunteurs.

Plusieurs facteurs pourraient atténuer ces risques, mais leur mise en œuvre et efficacité restent incertaines :

- Le stock de contrats n'envisageant pas la disparition d'un indice pourrait se réduire en raison de l'arrivée à maturité d'un grand nombre de contrats avant les échéances 2020 et 2021. Mais il est possible de s'interroger sur l'exactitude de ce constat au moins en ce qui concerne certains produits, dont les obligations et les prêts hypothécaires. A cet égard, le sous-groupe de travail RFR de la BCE



a estimé en mai 2018 que le stock d'obligations à taux variable indexées sur l'EURIBOR s'élève à 1,62 trillions d'euros, dont 80 % ont une maturité postérieure au 1er janvier 2020 ⁽⁹⁹⁾. En outre, il ne peut être tenu pour acquis que les nouveaux contrats mis en place pour remplacer les contrats arrivant à terme contiendront des clauses de « *fallback* » adaptées. La mise en œuvre efficace des nouvelles clauses de « *fallback* » dépend de l'existence, au moment de la transition, d'un consensus clair sur l'identification des indices successeurs et des paramètres d'ajustement (« *spreads* »).

- Certains indices de référence existants seront publiés après les échéances 2020 et 2021, ce qui permettra aux acteurs de marché de continuer à exécuter les clauses contractuelles existantes. Mais une modification substantielle du calcul de l'indice et une variation de sa valeur pourraient impacter l'économie des contrats.
- Les travaux de l'ISDA devraient permettre la modification des contrats gouvernant la grande majorité des produits dérivés. Il n'est cependant pas certain que les solutions proposées par l'ISDA seront acceptées par les acteurs du marché des produits dérivés ou par les parties ayant besoin des contrats de couverture. En outre, l'ISDA ainsi que les autorités de marché reconnaissent que les évolutions préconisées pour le marché des produits dérivés pourrait s'avérer inappropriées pour les produits « *cash* » (prêts, obligations, autres financements).

Face à ces incertitudes, des perturbations importantes liées aux risques juridiques ne peuvent être exclues. Ces risques juridiques sont de deux catégories :

- Le risque lié à la continuité des contrats – le risque qu'une partie à un contrat refuse d'exécuter ses engagements impactés par le changement d'indice, ou demande la résiliation ou la caducité ⁽¹⁰⁰⁾ du contrat par anticipation, suivant le droit applicable, ce qui pourrait par la suite donner lieu à des demandes d'indemnisation par l'autre partie.
- Le risque d'incertitude sur les indices de remplacement – en l'absence d'un consensus clair sur les indices de remplacement et les « *spreads* », les agents et les cocontractants pourraient voir leur responsabilité engagée au titre de l'exercice abusif de leur pouvoir de détermination de l'indice de remplacement ⁽¹⁰¹⁾.

5.2 - Les risques juridiques

Le Groupe de travail a étudié les risques juridiques liés à la modification ou la disparition des indices de référence sous l'angle des droits français, new-yorkais et anglais, les trois principaux droits gouvernant les contrats auxquels les acteurs des marchés français et européens sont exposés.

⁹⁹ BCE, "Update on quantitative mapping exercise", Philippe MOLITOR, Working Group on Euro Risk-Free Rates, 17 mai 2018.

¹⁰⁰ En droit français, cf. le nouvel article 1186 du code civil.

¹⁰¹ En droit français, cf. le nouvel article 1164 du code civil.



Il a conclu que la probabilité qu'un tribunal constate l'extinction d'un contrat ou accepte de libérer une partie de ses engagements est faible. Mais le risque de perturbation juridique ne peut être exclu, notamment si au moment de la disparition d'un indice de référence son indice successeur ou les paramètres d'ajustement (« *spreads* ») ne sont pas clairement identifiés.

Les contrats qui présentent les risques les plus faibles sont ceux qui contiennent des stipulations écrites permettant de déterminer un taux d'intérêt de remplacement sans ambiguïté lors de la modification ou de la disparition de l'indice de référence désigné dans le contrat. Les tribunaux chercheront à donner effet aux stipulations écrites des parties dans toute la mesure du possible, au besoin en les interprétant, dans un esprit favorable à la poursuite du contrat.

Par conséquent, si les taux IBORs sont remplacés par des indices IBOR+, conservant les mêmes noms (LIBOR, EURIBOR) et publiés sur les mêmes écrans, il est peu probable qu'un juge accepte de libérer un cocontractant de ses engagements même si la nouvelle méthodologie produit une valeur différente de celle calculée selon l'ancienne méthodologie. De même si le contrat en question contient une clause de « *fallback* » qui fonctionne correctement lors de la disparition d'un indice, un tribunal devrait généralement donner effet à cette clause.

Le risque devient plus élevé si la détermination du taux de remplacement s'avère impossible ou difficile – notamment, si le contrat en question ne contient pas de clause de « *fallback* » permettant de déterminer le taux applicable. Dans ce cas il est probable qu'un tribunal français ou anglais (et peut-être new-yorkais) cherche à appliquer un indice de référence proche de l'indice disparu, sauf indication d'une intention contraire des parties. Mais le pouvoir d'un juge d'imposer un indice de remplacement dépendra en grande partie de l'existence d'un indice successeur qui fasse l'objet d'un consensus du marché ou d'une désignation officielle par une autorité compétente.

Les conséquences de la décision d'un tribunal de mettre fin à des engagements contractuels lors de la modification ou de la disparition d'un indice pourraient être dramatiques. Une telle décision aurait un impact majeur sur la confiance des acteurs du marché, et donnerait lieu à une situation de grande incertitude. Ceci pourrait entraîner une forte variation de la valeur des instruments financiers, et certains acteurs de marché pourraient subir des pertes (ou enregistrer des gains) importants.

La décision d'un tribunal de mettre fin à des engagements contractuels donnerait lieu en outre à des questions subsidiaires qui pourraient avoir des conséquences importantes. Le tribunal devrait notamment déterminer les conséquences de sa décision :

- Est-ce que l'extinction porte sur l'ensemble du contrat ou uniquement sur la partie impactée par la disparition ou la modification de l'indice ? Par exemple, pour un contrat de prêt, est-ce que l'emprunteur a l'obligation de rembourser la dette avant l'échéance ? Que fait-il s'il n'est pas capable de refinancer la dette ? L'emprunteur peut-il attendre la date d'échéance pour effectuer le remboursement, sans payer des intérêts ? Dans ce cas, le prêteur a-t-il le droit d'être indemnisé pour sa perte ou au moins pour son coût de refinancement ?



- Selon le droit applicable, est-ce que le contrat est frappé de caducité dont les effets n'opèrent en principe que pour l'avenir ? Ou est-il déclaré nul *ab initio* (avec des obligations réciproques de rembourser les sommes déjà payées) ?
- Si la résolution du contrat produit un préjudice pour une des parties, le tribunal peut-il obliger l'autre partie à indemniser le préjudice, au moins à hauteur des gains réalisés par cette dernière ?
- Si une partie estime avoir trop payé après le changement d'un indice, a-t-elle le droit à un remboursement ?

Ces questions n'ont pas de réponses claires dans les trois systèmes juridiques étudiés.

Il est préférable que les acteurs de marché et les autorités prennent des mesures pour éviter la survenance de ces risques. Des recommandations formulées en ce sens sont présentées au Chapitre VI du présent rapport.

5.2.1 - Les modifications d'indice dans les contrats soumis au droit français

La modification ou la disparition d'un indice utilisé au sein d'un contrat sont des difficultés connues du droit français. Elles peuvent avoir plusieurs causes :

- l'indisponibilité de l'indice ;
- l'irrégularité de l'indice, au regard en particulier des articles L. 112-1 et suivants du code monétaire et financier ⁽¹⁰²⁾ ;
- la suppression de l'indice, éventuellement suivie de son remplacement par un autre indice ;
- la modification de la méthodologie de calcul d'un indice.

Le Groupe de travail a pris pour hypothèse de travail ces deux derniers cas de figure.

5.2.1.1 - La désignation d'un indice « successeur » en l'absence de loi de raccordement

5.2.1.1.1 - En présence d'une clause expresse relative à la substitution d'un indice

Il est envisageable que le contrat indexé sur un indice à taux variable ait prévu expressément la substitution d'un indice à un autre indice pour quelque cause que ce soit dans le cadre d'une clause de « *fallback* ».

¹⁰² Ordonnances n° 58-1374 du 30 décembre 1958 et n° 59-699 du 4 février 1959.



En pareille hypothèse, il est possible que la stipulation contractuelle en cause ait octroyé à l'un des cocontractants ou à un tiers le droit de déterminer l'indice de substitution.

En application du nouvel article 1164 du code civil, introduit par l'ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016, il peut être convenu dans les contrats cadre que le prix sera fixé unilatéralement par l'une des parties, à charge pour elle d'en motiver le montant en cas de contestation.

Il est néanmoins préférable de fournir des garanties de transparence, d'autonomie et d'indépendance dans le cadre de la détermination de l'indice de substitution.

5.2.1.1.2 - En l'absence d'une clause expresse relative à la substitution d'un indice

À défaut de loi de raccordement entre l'indice disparu et l'indice « successeur » et de clause expresse organisant la substitution d'indices, trois solutions sont possibles *a priori* :

- appliquer le dernier niveau atteint par l'indice supprimé pour la durée restante du contrat ;
- déclarer le contrat caduc, parce que l'un de ses éléments essentiels a disparu ;
- appliquer un autre indice en remplacement de l'indice supprimé.

La prise en compte de l'intention des parties s'oppose à la première solution. L'analyse de l'intention des parties doit permettre d'orienter le juge vers l'une ou l'autre des solutions restantes.

Il est acquis, en jurisprudence, que :

- Le juge peut appliquer un autre indice en remplacement de l'indice supprimé, dès lors que cette substitution lui apparaît conforme à l'intention des parties ⁽¹⁰³⁾.
- Le juge doit au contraire déclarer le contrat caduc lorsqu'il lui apparaît que les parties ont eu l'intention de subordonner son maintien à la survie de l'indice choisi ⁽¹⁰⁴⁾ ou qu'il n'existe pas d'indice de remplacement susceptible de se conformer à leur intention.

Davantage, la Cour de cassation a pu décider que, lorsque les parties ont convenu d'une indexation, le juge doit substituer un autre indice à l'indice disparu, sauf manifestation de volonté contraire des parties ⁽¹⁰⁵⁾. Il apparaît ainsi que, sous couvert d'interprétation de l'intention des parties, le juge s'est en réalité attribué un pouvoir de « sauvetage » du contrat en cas de disparition de l'indice choisi par celles-ci.

¹⁰³ Cass. Civ. 1ère, 9 novembre 1981, Bull. civ. I, n° 332 ; Cass. Civ. 3ème, 12 janvier 2005, Bull. civ. III, n° 4.

¹⁰⁴ Cass. Com., 16 novembre 2004, n° 02-15202, où les parties avaient prévu deux indices de remplacement ; déjà auparavant, Cass. Com., 30 juin 1980, Bull. civ. IV, n° 281.

¹⁰⁵ Cass. Civ., 3ème, 22 juillet 1987, Bull. civ. III, n° 151.



Ceci apparaît plus nettement encore, depuis que la jurisprudence exposée a été consacrée par l'ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016 dans un nouvel article 1167 du code civil, ainsi rédigé : « *Lorsque le prix ou tout autre élément du contrat doit être déterminé par référence à un indice qui n'existe pas ou a cessé d'exister ou d'être accessible, celui-ci est remplacé par l'indice qui s'en rapproche le plus.* »

La proximité entre l'indice disparu et l'indice substitut le plus proche (« *closest substitute* ») s'apprécie vraisemblablement en rapprochant leurs auteurs, leurs modes de calcul, leurs usages par le marché et leurs dénominations respectives. La règle est supplétive de volonté : les parties doivent pouvoir écarter le pouvoir de « sauvetage » attribué au juge par l'article 1167 du code civil, en convenant que le contrat ne se maintiendra qu'autant que l'indice choisi survivra.

En conséquence, le risque de caducité du contrat en cas de disparition d'indice apparaît limité en droit français, à plus forte raison lorsqu'un indice « successeur » est désigné par l'auteur de l'indice disparu.

On ne doit toutefois pas exclure qu'une partie invoque la disparition de l'indice choisi pour prétendre être dégagée de ses engagements au titre du contrat, notamment en l'absence d'un indice successeur faisant l'objet d'un consensus de marché ou d'une désignation officielle par une autorité compétente.

5.2.1.2 - La désignation d'un indice « successeur » par la loi

5.2.1.2.1 - L'éventualité d'une intervention législative en droit français

Pour contenir ce risque, une loi organisant le « raccordement » des indices supprimés à d'autres indices présenterait une utilité.

Dans certains cas, la loi a pu organiser un « raccordement » de l'indice disparu à un autre indice, qualifié de « successeur ». Il en est ainsi :

- des articles 4 et 5 de la loi n° 70-7 du 2 janvier 1970 portant réforme du salaire minimum garanti et création d'un salaire minimum de croissance ; et
- de l'article 24 de la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier, codifié sous l'article L. 113-1 du code monétaire et financier, qui énonce que « *la modification du fait de l'introduction de l'euro, de la composition ou de la définition d'un [...] indice auquel il est fait référence dans une convention est sans effet sur l'application de cette convention. Lorsque [...] cet indice disparaît du fait de l'introduction de l'euro, le ministre chargé de l'économie peut désigner, par arrêté, [...] l'indice qui s'y substitue. Toutefois, les parties à la convention peuvent déroger, d'un commun accord, à l'application de [...] l'indice désigné.* »



Dans ce dernier cas, le raccordement de l'indice supprimé à un autre indice est opéré par arrêté du Ministre chargé de l'économie. Le procédé présente un intérêt lorsque l'indice de remplacement n'est pas encore connu à la date de l'adoption de la loi.

5.2.1.2.2 - Les difficultés inhérentes à une intervention législative en droit français

Une éventuelle intervention législative en matière d'indices de référence IBORs interviendrait cependant dans un contexte différent à deux points de vue.

Tout d'abord, l'article 24 de la loi du 2 juillet 1998 a repris l'article 3 du règlement n° 1103/97 du Conseil du 17 juin 1997, selon lequel « *l'introduction de l'euro n'a pas pour effet de modifier les termes d'un instrument juridique ou de libérer ou de dispenser de son exécution et elle ne donne pas à une partie le droit de modifier un tel instrument ou d'y mettre fin unilatéralement* ». Une telle disposition de droit européen n'existe pas à l'heure actuelle, s'agissant des indices appelés à disparaître.

Ensuite, une telle loi de raccordement serait soumise aujourd'hui à des exigences de constitutionnalité et de conventionalité accrues, issues en particulier de :

- l'article 16 de la Déclaration des Droits de l'Homme et du Citoyen de 1789, au visa duquel le Conseil constitutionnel décide que « *[le législateur] ne saurait, sans motif d'intérêt général suffisant, ni porter atteinte aux situations légalement acquises, ni remettre en cause les effets qui peuvent légitimement être attendues de telles situations* » ⁽¹⁰⁶⁾.
- l'article 1^{er} du Premier protocole additionnel à la Convention européenne de Sauvegarde des Droits de l'Homme et des Libertés Fondamentales, au visa duquel la Cour européenne des Droits de l'Homme (« CEDH ») décide qu'un « *simple intérêt patrimonial qui constitue au moins une espérance légitime de pouvoir obtenir le paiement d'une créance* » est un « *bien* » susceptible de protection ⁽¹⁰⁷⁾.

Une question prioritaire de constitutionnalité (« QPC ») pourrait ainsi être formée contre la loi de raccordement adoptée ou contre le nouvel article 1167 du code civil si leur application aboutissait à des transferts de valeur importants déjouant les prévisions légitimes des parties. Néanmoins, il apparaît peu probable au Groupe de travail que cette QPC puisse remettre en cause la constitutionnalité de cette loi compte tenu de son motif d'intérêt général évident.

¹⁰⁶ Décision n° 2013-682 DC du 19 décembre 2013 dite « Loi de financement de la sécurité sociale pour 2014 ».

¹⁰⁷ Voir par exemple CEDH, 6 octobre 2005, Draon c. France, Req. n° 1513/03.



5.2.1.3 - La modification de la méthodologie de calcul d'un indice utilisé dans un contrat

Certains contrats sont indexés sur des indices dont la méthodologie de calcul a vocation à évoluer au cours de l'exécution du contrat. Cette évolution peut se traduire par des modifications profondes de la courbe des taux publiés par l'indice.

Ces modifications, qui ne sont dépendantes d'aucun des cocontractants, ne devraient pas être susceptibles de relever du mécanisme de l'imprévision, tel qu'il a été consacré par l'ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016 et modifié par la loi de ratification n° 2018-287 du 20 avril 2018.

Selon l'article 1195 du code civil, « *si un changement de circonstances imprévisible lors de la conclusion du contrat rend l'exécution excessivement onéreuse pour une partie qui n'avait pas accepté d'en assumer le risque, celle-ci peut demander une renégociation du contrat à son cocontractant. Elle continue à exécuter ses obligations durant la renégociation.* »

En cas de refus ou d'échec de la renégociation, les parties peuvent convenir de la résolution du contrat, à la date et aux conditions qu'elles déterminent, ou demander d'un commun accord au juge de procéder à son adaptation. A défaut d'accord dans un délai raisonnable, le juge peut, à la demande d'une partie, réviser le contrat ou y mettre fin, à la date et aux conditions qu'il fixe. »

Ce pouvoir de résiliation voire de révision accordé au juge en cas d'échec des négociations s'inscrit dans la continuité des atteintes portées à l'arrêt « Canal de Craponne » ⁽¹⁰⁸⁾. Le droit français a notamment admis une faculté de résiliation unilatérale dans les contrats à durée indéterminée, la validité des clauses de « *hardship* » et des clauses d'indexation, la possibilité donnée au juge d'accorder des délais de grâce au débiteur en difficulté et a consacré plus largement la protection que le droit des entreprises en difficulté offre au débiteur en difficulté.

En l'occurrence, il s'agit d'identifier le cas où la nouvelle méthodologie de calcul appliqué à l'indice par son administrateur reviendrait à constater une augmentation soudaine et excessive des taux publiés par l'indice concerné. Cette augmentation imprévue par les parties reviendrait à rendre l'exécution du contrat excessivement onéreuse pour l'une d'entre elles sans qu'elle n'en ait jamais assumé le risque.

Son application au cas de la modification intrinsèque des indices reste néanmoins à nuancer.

En effet, pris dans le contexte des modifications des indices de référence, le mot de « *circonstances* » est à opposer à celui de « *prévisions* ». Or, les parties au contrat ont nécessairement prévu et accepté que l'indice puisse varier. Il s'agit dès lors d'un aléa contractuel – et non extracontractuel – qui ne saurait ouvrir droit à révision pour imprévision.

¹⁰⁸ Cass. Civ., 6 mars 1876.



Par ailleurs, les premières publications officielles relatives aux modifications de la méthodologie de calcul des indices remontent au 28 septembre 2012, date de publication du rapport WHEATLEY. Elles ne pourraient donc pas être considérées comme un changement de circonstances imprévisible lors de la conclusion du contrat, sauf à ce qu'il ait été conclu avant cette date.

Or, cette disposition ne s'applique qu'aux contrats conclus à compter du 1^{er} octobre 2016. Par conséquent, il est peu probable que cette disposition trouve application dans le contexte des modifications intrinsèques de la méthodologie de calcul des indices.

À cela s'ajoute le fait que la loi de ratification du 20 avril 2018 a introduit l'article L. 211-40-1 au sein du code monétaire et financier ⁽¹⁰⁹⁾, selon lequel « *l'article 1195 du code civil n'est pas applicable aux obligations qui résultent d'opérations sur les titres et les contrats financiers mentionnés aux I à III de l'article L. 211-1 du présent code.* » Le mécanisme de l'imprévision en droit français ne peut donc pas s'appliquer aux émissions obligataires, entre autres opérations sur titres et contrats financiers. Il est à noter que cette disposition ne sera applicable qu'aux contrats conclus à partir du 1^{er} octobre 2018 même s'il est possible de conjecturer que le juge, si la question lui est posée, pourrait faire une application anticipée de l'article L. 211-40-1 du code monétaire et financier aux contrats conclus à partir du 1^{er} octobre 2016.

Enfin, l'article 1195 du code civil étant supplétif de volonté, il est tout à fait possible pour les parties d'y déroger au moyen d'une stipulation contractuelle expresse ⁽¹¹⁰⁾.

5.2.2 - La modification d'indice dans les contrats soumis au droit de l'Etat de New York

Aux États-Unis, le droit des contrats relève de la compétence de chaque État, basé principalement sur la jurisprudence (*common law*). Les contrats financiers sont le plus souvent soumis au droit de l'État de New York.

Si un indice de référence utilisé dans un contrat de droit new-yorkais cessait d'exister, les parties pourraient chercher à se dégager de leurs engagements contractuels ou à résilier les contrats sur la base de deux théories juridiques :

- la théorie de l' « *impracticability* » (ou de l' « *impossibility* ») (5.2.2.1.1)
- la théorie de la « *frustration of purpose* » (5.2.2.1.2).

Ces théories n'ont que très rarement été appliquées dans le cadre de contrats financiers. En effet, les tribunaux américains favorisent les solutions négociées et sont très réticents à réécrire les stipulations

¹⁰⁹ Loi de ratification n° 2018-287 du 20 avril 2018, art. 8.

¹¹⁰ Antoine Gaudemet, « Imprévision : les contrats financiers aléatoires entrent-ils dans le domaine d'application de l'article 1195 du code civil ? », in *Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre*, Joly Editions, 2017.



d'un contrat. Par contraste au droit français et au droit anglais, il est rare de voir un tribunal américain désigner une clause de substitution à la place d'une clause contractuelle qui cesse de fonctionner ⁽¹¹¹⁾.

Dans le cadre de ces deux théories, le juge saisi devra déterminer si les parties ont envisagé le risque de survenance de l'évènement concerné par des stipulations contractuelles ou s'il est implicitement imputable à l'une des parties. Les tribunaux seraient davantage susceptibles d'admettre une répartition implicite du risque entre les parties lorsque ces dernières sont des acteurs sophistiqués ⁽¹¹²⁾.

5.2.2.1 - Les fondements juridiques à la résiliation des contrats indexés sur le indices de référence

5.2.2.1.1 - La théorie de l'« impracticability / impossibility »

Après la conclusion d'un contrat, l'exécution d'une obligation contractuelle par une partie est rendue impraticable ou impossible, sans faute de sa part, du fait de la survenance d'un évènement dont la non-survenance constituait une hypothèse de base sur laquelle le contrat était conclu, et dont le risque de survenance n'est pas imputable contractuellement ou implicitement à cette partie.

Un tribunal pourrait alors prononcer la résolution de l'obligation pour cette partie d'accomplir sa prestation ⁽¹¹³⁾.

La théorie de l'« *impracticability / impossibility* » pourrait s'appliquer dans les cas où l'accomplissement de la prestation est impossible. Il s'agit par exemple de l'hypothèse dans laquelle le LIBOR est abandonné, sans que les banques de référence acceptent de fournir des cotations et s'il n'y a aucun indice « successeur » envisageable.

En revanche, si le LIBOR est publié mais selon une nouvelle méthodologie de calcul (IBOR+), la théorie de l'impossibilité ne peut s'appliquer. Dans un tel cas, si la nouvelle méthodologie produit des résultats significativement plus onéreux pour une partie, celle-ci pourrait chercher à se désengager de ses obligations en arguant que l'accomplissement de la prestation est « commercialement impraticable » (*commercially impracticable*), c'est-à-dire que le coût d'une telle prestation serait excessif et déraisonnable tout en n'ayant pas été prévu par les parties.

¹¹¹ Dans le cas *Aluminum Co. of America c. Essex Group*, 499 F. Supp. 53 (W.D. PA., 1980) un tribunal a accepté de reformuler une clause d'indexation dans un contrat mais cette décision est une exception à la tendance générale.

¹¹² *Hass c. Pittsburgh National Bank*, 495 F. Supp. 815 (W.D. PA., 1980).

¹¹³ *Restatement (Second) of Contracts*, Sec. 261.



5.2.2.1.2 - La théorie de la « *frustration of purpose* »

Après la conclusion d'un contrat, l'objectif principal d'une partie est considérablement entravé (*frustrated*), sans faute de sa part, par la survenance d'un événement dont la non-survenance constituait une hypothèse de base sur laquelle le contrat était conclu et dont les conséquences ne sont pas imputables contractuellement ou implicitement à l'une ou l'autre des parties.

L'obligation pour la partie « frustrée » d'accomplir sa prestation pourrait être alors résolue par un tribunal ⁽¹¹⁴⁾.

La théorie de la « *frustration of purpose* » pourrait s'appliquer dans les cas où le contrat est inefficace à remplir son but fixé (comme la couverture) en raison de la discontinuité de l'indice, lorsque le but du contrat était connu des deux parties au moment de sa conclusion.

En revanche, l'application de cette théorie serait difficile lorsque l'événement était prévisible au moment de la conclusion du contrat. Cette théorie est donc peu susceptible de s'appliquer :

- aux contrats contenant des clauses dites de « *fallback* » prévoyant spécifiquement la discontinuité du taux de l'indice ;
- aux contrats conclus par des parties sophistiquées après la publication du rapport WHEATLEY ⁽¹¹⁵⁾, en ce qu'elles auraient dû connaître le risque de discontinuité de l'indice.

5.2.2.2 La faible probabilité d'une résiliation généralisée en cas d'évolution des indices de référence

Il existe de nombreux obstacles à la résiliation d'un contrat soumis au droit new-yorkais au titre de ces deux théories, notamment en ce qui concerne des contrats conclus entre parties sophistiqués.

L'obstacle le plus important à l'application de ces deux théories est la difficulté pour un juge de formuler une solution équitable et cohérente avec l'intention des parties :

- Le juge pourrait décharger complètement l'une des parties de son obligation de payer des intérêts contractuels.
- Le juge pourrait imposer le choix d'un indice alternatif, s'il existe notoirement un indice « successeur » à l'indice initialement choisi et que tout accord entre les parties est impossible.
- Le juge pourrait imposer la résiliation du contrat (ce qui impliquerait, pour un contrat de dette, l'obligation par l'emprunteur de rembourser son prêt par anticipation), avec ou sans compensation.

¹¹⁴ Restatement (Second) of Contracts, Sec. 263.

¹¹⁵ Martin WHEATLEY, "The Wheatley Review of LIBOR", 28 September 2012.



Chacun de ces résultats nécessiterait une intervention active de la part du juge et serait susceptible de produire des effets de déséquilibre économique que les tribunaux américains préfèrent éviter. Un juge américain devrait vraisemblablement opter pour la solution qui nécessite le minimum d'intervention de sa part, dans l'espoir d'encourager une résolution amiable (ou au moins convenue) entre les parties.

À cet égard, le plus grand risque consiste à ce qu'il soit impossible de déterminer l'indice successeur ou le taux de « *fallback* » applicable en vertu des stipulations contractuelles. En l'absence d'accord entre les parties, le juge saisi n'aura pas de choix que de trancher en lieu et place des parties au contrat.

5.2.3 - La modification d'indice dans les contrats soumis au droit anglais

Un tribunal anglais peut décider la résolution d'un contrat lors de la disparition d'un indice de référence, en application de la théorie de la frustration, principe d'application plus large que le principe new-yorkais qui porte le même nom. Cette doctrine de droit anglais englobe les principes d'*impossibility* et de *frustration of purpose* tels que connus par le droit de l'Etat de New York (et tels que décrits ci-dessus). En revanche, la théorie de commercial *impracticability*, telle qu'elle est connue en droit new-yorkais, n'a pas d'analogue en droit anglais, les tribunaux anglais refusant généralement de libérer une partie cocontractante d'un engagement uniquement en raison d'un évènement qui le rend plus onéreux.

La doctrine de la *frustration*, si elle devait s'appliquer, pourrait entraîner des résultats dommageables pour une ou plusieurs parties. La sévérité du résultat amènerait probablement un juge anglais à chercher à éviter l'application de la doctrine de la *frustration* en imposant un indice « successeur » (en supposant qu'un indice approprié existe) en tant que terme implicite, ou à faire application du principe jurisprudentiel de *Sudbrook*, par lequel un tribunal anglais se permettra d'imposer une nouvelle clause à la place d'une clause qui cesse de fonctionner, à condition que la clause originale ne soit pas un élément essentiel du contrat et que l'application de la clause de substitution ne soit pas contraire aux intentions des parties.

5.2.3.1 - L'interprétation du contrat

Avant de considérer le principe de la *frustration*, le juge anglais devrait déterminer si l'interprétation des stipulations contractuelles lui permet de déterminer le taux d'intérêt applicable, nonobstant la modification ou la disparition d'un indice de référence. Si la réponse est affirmative, la question de la résolution du contrat ne se pose pas.

Dans son interprétation du texte du contrat, le juge cherche à déterminer l'intention des parties par référence à « *ce qu'une personne raisonnable ayant toutes les connaissances de base qui auraient été disponibles pour les parties aurait compris des stipulations contractuelles telles qu'elles ont été*



rédigées »⁽¹¹⁶⁾. Au cours de cet exercice, le juge se concentre sur les mots pertinents utilisés par les parties en les plaçant dans le contexte documentaire, factuel et commercial propre au contrat.

En application de ce principe, le juge anglais peut décider que l'utilisation du terme « LIBOR » (ou « EURIBOR », mais par souci de simplicité le terme « LIBOR » est utilisé exclusivement dans les développements qui suivent) dans un contexte donné doit être interprété de manière restrictive (par exemple, « LIBOR » signifie LIBOR dans son incarnation actuelle) ou une interprétation plus large (par exemple, « LIBOR » est simplement un indicateur pour un taux objectif qui peut être déterminé par toute une gamme de méthodologies).

Le juge serait davantage susceptible d'adopter une interprétation étroite de la définition du LIBOR si le contexte du contrat exige que le terme reçoive un sens spécifique (par exemple, les parties ont l'intention de couvrir des expositions spécifiques au LIBOR) plutôt qu'un sens plus large (par exemple, le contexte soutiendrait l'argument selon lequel « LIBOR » correspondrait à un mécanisme permettant de déterminer un taux raisonnable calculé sur la base des prêts interbancaires).

Les clauses de « *fallback* » seraient interprétées selon ces mêmes principes. Sauf intention contraire clairement exprimée, un tribunal anglais appliquerait une clause de « *fallback* » qui fonctionne correctement selon ses termes lors de la disparition d'un indice de référence.

En l'absence de clause de « *fallback* » régissant la discontinuité du LIBOR (ou si les stipulations contractuelles s'avèrent impossible à appliquer), se pose alors la question de savoir si un tribunal peut intervenir pour fournir un taux de remplacement, soit par l'incorporation d'un terme implicite, soit par la détermination d'un mécanisme de taux de substitution par application du principe de *Sudbrook*.

5.2.3.2 - La prise en compte des « termes implicites » au contrat par le juge

Dans certaines circonstances, les tribunaux anglais reconnaissent l'existence de « termes implicites » dans un contrat. Dans la majorité des cas, le facteur clé consiste à déterminer si un tel terme implicite est nécessaire pour donner du sens au contrat⁽¹¹⁷⁾. A ce titre, les conditions cumulatives suivantes sont nécessaires afin de démontrer l'existence d'un terme implicite⁽¹¹⁸⁾ :

¹¹⁶ *Chartbrook Ltd v Persimmon Homes Ltd* [2009] AC 1101. Voir aussi *Investors Compensation Scheme Ltd v West Bromwich Building Society* [1998] 1 WLR 896, 912 dans laquelle Lord Hoffman a déclaré : "Interpretation is the ascertainment of the meaning which the document would convey to a reasonable person having all the background knowledge which would reasonably have been available to the parties in the situation in which they were at the time of the contract".

¹¹⁷ *The Moorcock* (1889) 14 PD 64, *Reigate v Union Manufacturing Co (Ramsbottom) Ltd* [1918] 1 KB 592.

¹¹⁸ *BP Refinery (Westernport) Pty Ltd v Shire of Hastings* (1977) 180 CLR 266, qui a été approuvé de manière légèrement nuancée par *Marks & Spencer plc v BNP Paribas Securities Services* [2016] AC 742.



- a) il doit être raisonnable et équitable ;
- b) il doit être nécessaire pour donner une efficacité commerciale au contrat, de sorte qu'aucun terme implicite ne sera reconnu si le contrat est efficace en l'absence du terme implicite ;
- c) il doit être si évident qu'il va de soi ;
- d) il doit être capable d'être exprimé clairement ; et
- e) il ne doit pas être contraire aux stipulations exprès du contrat.

Le critère est objectif, c'est-à-dire que le juge examinera la réponse hypothétique d'une personne raisonnable placée dans la situation des parties au moment où ces dernières contractaient ⁽¹¹⁹⁾.

L'incorporation de termes implicites à un contrat est une tâche beaucoup plus difficile que la seule interprétation des stipulations contractuelles rédigées par les parties. Cette doctrine nécessite non seulement un degré de certitude suffisant mais le juge peut aussi refuser d'incorporer des termes implicites à un contrat commercial soigneusement rédigé.

Cela dit, dans le contexte de la révision d'un indice de référence, l'incorporation de termes implicites a été suggérée en 1981. Le Taux d'Emprunt Minimum (*Minimum Lending Rate*) auquel la *Bank of England* prêtait de l'argent à court terme, a été supprimé et cette interruption a présenté un risque sérieux d'incertitude contractuelle. Leonard Hoffmann QC, a indiqué dans son opinion à la Law Society que les juges pouvaient considérer qu'un contrat contenant une référence au Taux d'Emprunt Minimum fasse l'objet d'un terme implicite. Cette incorporation se produirait si le taux de compensation bancaire alors en vigueur était désigné taux de substitution en cas de discontinuité du Taux d'Emprunt Minimum. Ce taux de substitution était celui qui se rapprochait le plus des caractéristiques du Taux d'Emprunt Minimum, ce qui en faisait un indice approprié pour les contrats.

5.2.3.3 - Le principe de Sudbrook (ou mécanisme de substitution)

L'effet jurisprudentiel de la décision *Sudbrook Trading c. Eggleton* ⁽¹²⁰⁾ permet à un juge anglais d'appliquer un mécanisme alternatif de fixation du taux ou de détermination d'un montant payable en cas d'échec du mécanisme contractuel, à condition que le mécanisme initialement prévu dans le contrat (et dont il est prouvé qu'il ne peut s'appliquer) soit une partie non essentielle du contrat.

Il est possible de soutenir que la définition spécifique du LIBOR n'est pas un élément essentiel du contrat, mais un simple mécanisme pratique de détermination du taux de prêt interbancaire de marché pour l'échéance concernée. Si un tel argument était accepté, alors un juge appliquant le

¹¹⁹ *Shirlaw v Southern Foundries (1926) Ltd* [1939] 2 KB 206, qui a été approuvé par *Marks & Spencer plc v BNP Paribas Securities Services* [2016] AC 742 avec la mise en garde qu'une telle question posée au lecteur zélé devrait être formulée "with the utmost care" (avec un œil sceptique).

¹²⁰ [1983] 1 AC 444.



principe de *Sudbrook* pourrait imposer un nouveau mécanisme de détermination du taux. En revanche, le remplacement du LIBOR par un taux déterminé en dehors du marché interbancaire (par exemple, un taux RFR sans *spread*) serait plus discutable.

5.2.3.4 - La résolution du contrat par l'application de la théorie de la frustration

Si un tribunal devait conclure qu'un contrat indexé sur le LIBOR était « *frustrated* », cela entraînerait la résolution de l'ensemble du contrat.

La conséquence d'une telle conclusion pourrait s'avérer sévère. En application d'une loi de 1943 ⁽¹²¹⁾ une partie contractante a notamment le droit de recouvrer les sommes versées avant l'événement à l'origine de la *frustration*.

Cette solution serait particulièrement onéreuse pour un emprunteur en cas d'incapacité de sa part à obtenir les fonds nécessaires pour rembourser le principal devenu recouvrable ou si des paiements antérieurs servaient à couvrir d'autres obligations qui ne pourraient être dénouées rétroactivement.

C'est pourquoi les tribunaux anglais cherchent, dans la mesure du possible, à éviter l'application de la doctrine de la *frustration*, notamment par le biais de la détermination des termes implicites, ou par application du principe *Sudbrook*.

¹²¹ Law Reform (Frustrated Contracts) Act 1943. Il est possible pour les parties cocontractants d'exclure l'application de la loi de 1943. Dans un tel cas, le remboursement des paiements effectués avant l'évènement donnant lieu à la frustration n'est pas effectué, ce qui constitue une conséquence encore plus sévère que celle qui résulte de l'application de la loi de 1943. Il est peu probable que les contrats financiers excluent l'application de cette loi.



VI - Les recommandations du groupe de travail

La réforme des indices de référence en cours depuis 2012 a d'ores et déjà produit des effets salutaires en renforçant le cadre réglementaire applicable aux indices, avec une amélioration de la fiabilité des données recueillies par les administrateurs et des procédures appliquées par les administrateurs et les contributeurs en vue d'élaborer les indices. Le risque de revoir surgir des affaires de manipulation des taux de la même nature que celles des années 2005 à 2012 paraît aujourd'hui largement atténué.

Les travaux menés par les administrateurs et les groupes de travail organisés par les acteurs privés et publics ont toutefois démontré que certains objectifs des Principes OICV et du Livre Blanc du FSB seront difficilement atteignables. En particulier, s'il paraît envisageable de produire des indices à très court terme (jour le jour) basés exclusivement sur les transactions réelles dans des marchés profonds et liquides, les travaux réalisés à ce jour ne permettent pas de dégager la même conclusion en ce qui concerne les indices à terme. Or, la continuité des indices à terme reste essentielle, au moins pour les produits « *cash* » (prêts, obligations, autres financements) qui sont au cœur du financement de l'économie.

Le processus de réforme s'est avéré plus complexe et plus long que prévu. Pour cette raison, la période transitoire fixée dans le Règlement Benchmark, qui paraissait suffisante en 2016, apparaît aujourd'hui trop courte pour permettre aux acteurs de marché de disposer au 1^{er} janvier 2020 d'un éventail d'indices de référence à terme conforme aux exigences de ce règlement, au moins pour ce qui concerne l'euro (devise principale de la majorité des pays concernés par le Règlement Benchmark). A ce titre, il convient de noter que les calendriers publiés par certains groupes de travail prévoient la première publication des méthodologies de calcul des indices à terme sur l'euro seulement au quatrième trimestre 2019 (ou après).

S'agissant des indices publiés en dollars américains et en livres sterling, les indices RFR au jour le jour (« *overnight* ») ont été définis, sans résoudre la problématique des maturités. L'ARRC considère qu'un marché à terme (« futures ») doit se développer et que l'indice concerné se définira sans intervention réglementaire. Et si la Banque d'Angleterre a mis en place un groupe de travail chargé d'élaborer un indice à terme, ses travaux restent à un stade préliminaire. Aucun indice de substitution à terme n'a été désigné par quelque autorité ou organisme que ce soit à la date de publication du présent rapport.

A ce jour, seule l'ICE BA a annoncé la poursuite de la publication du LIBOR. Mais la continuité de la publication du LIBOR dépendra de la capacité de l'administrateur à obtenir des données auprès des établissements de crédit après 2021, lorsque leurs contributions ne seront plus obligatoires. Mais les communications très récentes du FSB, de la FCA et de la CFTC remettent en cause la pérennité du LIBOR, en raison notamment de la question de la représentativité des contributions qui seront obtenues après 2021. La continuité des contributions représentatives du marché sera également essentielle pour la publication de l'EURIBOR calculé selon la nouvelle méthodologie hybride en cours d'essai par l'EMMI.



La fourniture de ces données par les banques (lorsqu'elle ne sera plus obligatoire) se heurte à leurs craintes de voir leur responsabilité mise en cause s'agissant, notamment, de la formulation de l'avis d'expert.

Enfin, la continuité des contrats en cours représente un risque majeur si les parties ne sont pas en mesure d'assurer par l'insertion de clauses adaptées une transition sans perturbation. Si les indices à termes adaptés aux produits « *cash* » ne sont pas définis à l'horizon 2020 voire 2021, et si un « *spread* » représentatif du risque bancaire par rapport aux taux RFR n'est pas précisé (ou si plusieurs indices et/ou « *spreads* » coexistent sur le marché sans consensus clair), le risque de perturbation sera alors non négligeable.

Face à tous ces risques, il apparaît important au Groupe de travail que les différents acteurs de marché (établissements de crédit, emprunteurs, émetteurs d'obligations, utilisateurs des produits dérivés, etc.) prennent des mesures adaptées (6.1). Le Groupe de travail recommande également que les autorités et administrateurs prennent des mesures pour atténuer les risques identifiés et faciliter la transition (6.2).

6.1 - Les recommandations adressées aux acteurs de marché

Le présent rapport du Groupe de travail du HCJP formule les recommandations suivantes aux acteurs de marché ainsi qu'aux autres utilisateurs des indices de référence :

1) Cartographier et recenser (i) les différentes clauses de « *fallback* » et (ii) les différents contrats incorporant des clauses de « *fallback* » (et ceux qui n'en ont pas) afin que chaque acteur puisse mesurer la portée et l'étendue du risque engendré par d'éventuelles modifications des indices de référence. Ce recensement (ou cartographie) devrait être effectué par chaque acteur du marché pour ses propres contrats. Faire l'inventaire de ses risques « personnels » lui permettrait d'identifier (a) les contrats qui n'ont pas de clause de « *fallback* » et (b) les contrats qui ont une clause de « *fallback* » insuffisante afin d'insérer ou de modifier, le cas échéant, les stipulations contractuelles de nature à respecter l'art. 28(2) du Règlement Benchmark.

2) Se tenir informé des propositions des associations de Place en matière de clauses de « *fallback* » relatives à des secteurs d'activités spécifiques (*International Swaps and Derivatives Association* et Fédération bancaire française pour les produits dérivés ; *Loan Market Association* pour les contrats de financement). À cet égard, le Groupe de travail souligne que l'utilisation des additifs techniques (ou « *supplément* ») et des protocoles « modulaires » (dit « à options ») en matière de produits dérivés seront de nature à faciliter la généralisation des clauses de « *fallback* » adaptées à un ou plusieurs secteurs d'activités.

3) Prévoir dans les nouveaux contrats stipulant des intérêts à taux variable les clauses permettant d'assurer la continuité des engagements des parties lors de la modification ou du remplacement des indices de référence. Il s'agit, par exemple, de prévoir des modalités de renégociation du



contrat qui limitent les risques de blocage de la renégociation, par exemple en réduisant le recours à l'unanimité et en abaissant les quorums et les seuils de majorité. Un suivi des clauses publiées par les organisations de Place est à mettre en œuvre au sein des différents acteurs.

4) Harmoniser dans la mesure du possible les événements déclencheurs des mécanismes de « fallback » des différents contrats indexés sur un même indice de référence et conclus dans le cadre d'une opération. À titre d'exemple, dans les propositions de l'ISDA, le remplacement de l'indice de référence est déclenché par la suppression effective d'un indice, alors que les « déclencheurs » dans la nouvelle clause de « fallback » recommandée par la LMA prévoient la simple annonce publique de la suppression d'un indice de référence. Il existe donc un risque de « décalage » ou de « conflit » entre les différents contrats indexés sur un taux variable au sein d'une même opération économique si les déclencheurs ne sont pas identiques (exemple d'un contrat de financement et d'un contrat de couverture).

6.2 - Les recommandations adressées aux autorités et aux administrateurs d'indice de référence

6.2.1 - Les recommandations adressées aux autorités

Pour éviter ou atténuer les risques évoqués en introduction du présent chapitre, le Groupe de travail recommande les aménagements législatifs et réglementaires suivants et souligne la nécessité de poursuivre les travaux relatifs aux indices à terme :

1) Autoriser l'utilisation de l'EURIBOR et de l'EONIA déterminés selon leur méthodologie actuelle à la fin de la période transitoire pour les contrats en cours, en application des dispositions de l'article 51(4) du Règlement Benchmark et du règlement délégué (UE) n° 2018/67 du 3 octobre 2017 ⁽¹²²⁾. Cette autorisation resterait en vigueur pendant une période suffisante permettant une transition ordonnée après la publication d'un indice successeur à l'EONIA et d'une version de l'EURIBOR ou d'un autre indice à terme sur l'euro, qui respecteraient les exigences du Règlement Benchmark. Il convient de noter que la transition ordonnée objet de ce délai supplémentaire ne sera possible que si les acteurs de marché poursuivent activement et rapidement la mise en œuvre des recommandations qui leurs sont adressées, ci-dessus.

2) Reporter la fin de la période transitoire de l'article 51 du Règlement Benchmark au-delà de l'échéance du 1er janvier 2020 afin de permettre l'utilisation de l'EURIBOR et de l'EONIA dans les nouveaux contrats pendant la période visée au point 1) et permettre aux différents acteurs d'adapter les contrats en fonction de l'évolution des travaux sur les indices. Les autorisations octroyées au titre de l'article 51(4) du Règlement Benchmark sont limitées aux contrats en cours. Mais les acteurs de

¹²² En l'occurrence, la Financial Services and Markets Authority (« **FSMA** ») est l'autorité de supervision de l'EMMI s'agissant de l'EURIBOR.



marché auront besoin d'un indice à terme portant sur l'euro pour leurs nouveaux contrats. Puisqu'il sera nécessaire de modifier le Règlement Benchmark, il est recommandé d'initier la mise en œuvre de ce report rapidement afin de prendre en compte le calendrier législatif.

3) Poursuivre activement les travaux relatifs à l'élaboration des indices à terme. Il s'agit notamment d'élaborer des indices à terme (ou éventuellement des *spreads* qui seront des paramètres d'ajustement) adaptés aux produits « *cash* » afin de limiter le risque de perturbations importantes sur les produits utilisés par les entreprises et les particuliers pour satisfaire leurs besoins de financement. Ces indices doivent notamment comporter des clauses « *forward-looking* » permettant aux emprunteurs de connaître, au début de chaque période de calcul, le montant dû à la fin de la période.

4) Désignation par les autorités des indices de référence successeurs. À la fin de la période d'autorisation instaurée à la faveur des recommandations 1) et 2), et pour faciliter la transition et assurer la continuité des contrats, une décision de nature politique européenne et internationale devrait être prise pour désigner les indices successeurs (sachant que la capacité des autorités à désigner des indices successeurs dépendra de l'existence des nouveaux indices faisant l'objet d'un consensus par les acteurs du marché). Cette décision de nature politique serait suivie d'une mise en œuvre juridique dans les différents États concernés. Ainsi, un acte réglementaire européen visant à désigner les indices de référence se substituant de plein droit aux indices de référence existants dans les contrats dépourvus de stipulation contractuelle contraire devrait être adopté par la Commission européenne. À cette fin, il est recommandé de modifier le Règlement Benchmark afin d'y adjoindre un article supplémentaire. Si cette recommandation ne pouvait être mise en œuvre, une alternative pourrait consister en une annonce coordonnée des indices successeurs par les banques centrales et les autorités de supervision européenne, américaine, britannique et de tout autre pays concerné. Cette solution offrirait aux tribunaux et aux parties contractantes une référence facilitant le règlement des litiges. Le Groupe de travail préconise toutefois de façon prioritaire la solution réglementaire européenne.

5) Adoption d'un acte de portée générale (européen ou national dans les principaux pays concernés) encadrant les conséquences juridiques de la substitution d'un indice de référence. Un tel acte devrait interdire la résiliation des contrats en cours pour le seul fait de la disparition ou du remplacement d'un indice, à défaut de stipulations contractuelles contraires. Idéalement, les autorités européennes et nationales devraient agir de manière coordonnée avec les autres autorités (et notamment les autorités américaines) afin d'adopter une approche uniforme pour les principaux droits régissant les contrats financiers.

6.2.2 - Les recommandations adressées aux autorités et aux administrateurs

6) Mise au point de méthodologies les plus précises possibles et d'un cadre juridique clair permettant de définir les responsabilités respectives des contributeurs ou des fournisseurs des données de base et des administrateurs des indices de référence en toutes circonstances afin



notamment d'encourager des contributions par un nombre important d'établissements de crédit. L'utilisation de données contribuées par les acteurs de marché paraît inévitable pour définir les indices à terme et les « *spreads* ». Il paraît nécessaire, pour assurer la production d'indices robustes, d'encourager les contributions par un grand nombre d'établissements. Cet objectif est difficilement atteignable en raison de la réticence des établissements d'encourir les risques juridiques associés à leurs contributions, notamment pendant des périodes de liquidité réduite. Le maintien des contributions implique donc la mise au point d'une méthodologie la plus précise possible et d'un cadre juridique clair permettant de définir les responsabilités respectives des contributeurs ou des fournisseurs des données de base et des administrateurs des indices de référence en toutes circonstances de marché.

6.2.3 - Les recommandations adressées aux administrateurs

7) **Assurer, avec le soutien des autorités publiques compétentes, la représentativité des panels des établissements contributeurs dans la mesure où les indices avec panel seraient privilégiés ;** la définition et la mise en œuvre de mesures d'incitation à contribuer à ces panels, mesures qui pourraient être applicables à tous les établissements, qu'ils soient contributeurs ou non, apparaîtraient alors souhaitables.

8) **Élaborer une méthodologie précise applicable à l'avis d'expert et prévoir des solutions alternatives à son utilisation.** Les administrateurs sont encouragés à rechercher des alternatives à la formulation de l'avis d'expert par les établissements contributeurs et à mettre en place un régime clair de responsabilité acceptable par les établissements contributeurs si l'avis d'expert devait être maintenu.



TABLE DES MATIÈRES

Contexte	2
Introduction	3
Synthèse des conclusions	4
Sommaire	8
I. Les indices et leur importance pour les marchés financiers en France	9
1.1 - Les indices	9
1.2 - Les indices de référence de taux d'intérêt interbancaires (« IBORs »)	10
1.2.1 - Le London InterBank Offered Rate	11
1.2.2 - L'Euro InterBank Offered Rate	11
1.2.3 - L'Euro OverNight Index Average	12
II. Les événements à l'origine des modifications des indices de référence	13
2.1 - Les méthodologies de calcul propres aux IBORs	13
2.2 - Les affaires relatives aux tentatives de manipulation des indices LIBOR et EURIBOR	14
2.3 - Les affaires relatives à l'assèchement du marché interbancaire	14
2.4 - Les réponses des autorités de régulation et de supervision et des organismes de marché	15
2.4.1 - "The Wheatley Review of LIBOR" de 2012	15
2.4.2 - Les travaux internationaux menés par le FSB et l'OICV en 2013 et 2014	16
2.4.3 - Les travaux européens menés par l'ABE et l'AEMF de 2013	17
2.5 - Le Règlement Benchmark (« BMR ») du 8 juin 2016	18
2.5.1 - L'utilisation d'un indice de référence dans l'Union Européenne	19
2.5.2 - La méthodologie des indices de référence selon le Règlement Benchmark.....	20
2.5.2.1 - Les données sous-jacentes et contributions.....	20
2.5.2.2 - La méthodologie propre aux indices.....	21
2.5.3 - Les dispositions transitoires de l'art. 51 du Règlement Benchmark.....	22
2.5.3.1 - Le sort des contrats en cours au 1er janvier 2020.....	22
2.5.3.1 - Les nouveaux contrats conclus à compter du 1er janvier 2020.....	23
2.5.4 - Le pouvoir de contrainte de l'autorité compétente relatif à un indice de référence d'importance critique.....	23
2.6 - L'annonce de la FCA de 2017 sur les contributions au LIBOR.....	24
2.7 - Les annonces du 12 juillet 2018	25
III. Les travaux de Place vis-à-vis des IBORGS	26
3.1 - Les travaux diligentés par les administrateurs des IBORs	26
3.1.1 - Les travaux de l'administrateur du LIBOR	26



3.1.2 - Les travaux de l'administrateur de l'EURIBOR et de l'EONIA	26
3.1.2.1 - L'EONIA.....	27
3.1.2.2 - L'EURIBOR.....	27
3.2 - Les travaux diligentés par les banques centrales	27
3.2.1.1 - Etats-Unis : le SOFR en lieu et place du LIBOR en dollar américain.....	28
3.2.1.2 - Royaume-Uni : le SONIA en lieu et place du LIBOR en livre sterling.....	29
3.2.1.3 - Union européenne : l'évolution des travaux du groupe supervisé par la Banque centrale européenne.....	30
3.2.1.3.1 - La détermination de l'indice successeur de l'EONIA.....	30
3.2.1.3.2 - L'indice successeur de l'EURIBOR.....	32
3.2.1.3.3 - La robustesse et l'évolution des contrats.....	32
IV. L'approche contractuelle des modifications des indices de références.....	33
4.1 - Les exigences relatives aux « plans écrits solides » du Règlement Benchmark	33
4.2 - Les anciennes et les nouvelles clauses dites de « fallback »	34
4.2.1 - Perspective générale des stipulations contractuelles de « fallback »	34
4.2.1.1 - Les clauses de « fallback » existantes dans les contrats en cours.....	34
4.2.1.2 - Les clauses de « fallback » en cours d'incorporation.....	35
4.2.2 - Spécificités des stipulations contractuelles en fonction du secteur d'activités.....	35
4.2.2.1 - Applications en matière de prêts aux entreprises (standard LMA).....	35
4.2.2.1.1 - Les clauses contractuelles existantes.....	35
4.2.2.1.2 - Les clauses contractuelles développées par les acteurs du marché.....	36
4.2.2.2 - Applications en matière de marchés de capitaux (dette).....	37
4.2.2.2.1 - Les clauses contractuelles existantes.....	37
4.2.2.2.2 - Les clauses contractuelles développées par le marché	38
4.2.2.2.3 - La modification des termes et conditions.....	38
4.2.2.3 - Applications en matière de produits dérivés.....	39
4.2.2.3.1 - Les clauses contractuelles existantes.....	39
4.2.2.3.2 - Les clauses contractuelles développées par le marché	40
4.2.2.4 - Applications en matière de gestion d'actifs.....	41
4.2.2.5 - Applications en matière de produits de banque de détail.....	42
V. L'impact de la cessation ou de la modification des indices sur les relations contractuelles.....	43
5.1 - Aperçu général des problématiques soulevées	43
5.2 - Les risques juridiques	44
5.2.1 - Les modifications d'indice dans les contrats soumis au droit français	46



5.2.1.1 - La désignation d'un indice « successeur » en l'absence de loi de raccordement.....	46
5.2.1.1.1 - En présence d'une clause expresse relative à la substitution d'un indice.....	46
5.2.1.1.2 - En l'absence d'une clause expresse relative à la substitution d'un indice.....	47
5.2.1.2 - La désignation d'un indice « successeur » par la loi.....	48
5.2.1.2.1 - L'éventualité d'une intervention législative en droit français....	48
5.2.1.2.2 - Les difficultés inhérentes à une intervention législative en droit français.....	49
5.2.1.3 - La modification de la méthodologie de calcul d'un indice utilisé dans un contrat.....	50
5.2.2 - La modification d'indice dans les contrats soumis au droit de l'Etat de New York..	51
5.2.2.1 - Les fondements juridiques à la résiliation des contrats indexés sur les indices de référence.....	52
5.2.2.1.1 - La théorie de l' « impracticability / impossibility ».....	52
5.2.2.1.2 - La théorie de la « frustration of purpose ».....	53
5.2.2.2 - La faible probabilité d'une résiliation généralisée en cas d'évolution des indices de référence.....	53
5.2.3 - La modification d'indice dans les contrats soumis au droit anglais.....	54
5.2.3.1 - L'interprétation du contrat.....	54
5.2.3.2 - La prise en compte des « termes implicites » au contrat par le juge.....	55
5.2.3.3 - Le principe de Sudbrook (ou mécanisme de substitution).....	56
5.2.3.4 - La résolution du contrat par l'application de la théorie de la frustration.....	57
VI. L'impact de la cessation ou de la modification des indices sur les relations contractuelles.....	58
6.1 - Les recommandations adressées aux acteurs de marché	59
6.2 - Les recommandations adressées aux autorités et aux administrateurs d'indice de référence.....	60
6.2.1 - Les recommandations adressées aux autorités.....	60
6.2.2 - Les recommandations adressées aux autorités et aux administrateurs.....	61
6.2.3 - Les recommandations adressées aux administrateurs.....	62
Table des matières	63
Liste des annexes	66
Annexe 1	67
Composition du Groupe de travail « Aspects juridiques des modifications des indices de référence ».....	68
Annexe 2	69
Liste des représentants des organisations auditionnées	70



LISTE DES ANNEXES

- Annexe 1** Composition du Groupe de travail « Aspects juridiques des modifications des indices de référence »
- Annexe 2** Liste des représentants des organisations auditionnées



ANNEXE 1

*Composition du Groupe de travail
« Aspects juridiques des modifications
des indices de référence »*

Le 20 juillet 2018



COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL
« ASPECTS JURIDIQUES DES MODIFICATIONS DES INDICES DE RÉFÉRENCE »

PRÉSIDENT :

- **Pierre MINOR**, Directeur Juridique Groupe de Crédit Agricole SA et membre du HCJP

MEMBRES *(par ordre alphabétique) :*

- **Grégory ALBERTINI**, Direction Juridique Groupe Société Générale
- **Christophe ARNAUD**, Directeur juridique de la Banque de France
- **Andrew BERNSTEIN**, Avocat associé de Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP et membre du HCJP
- **Alice BONARDI**, Direction Juridique Groupe de BNP Paribas
- **Geoffroy CAILLOUX**, Direction Générale du Trésor
- **Olivier COUPARD**, Direction juridique de Crédit Agricole Corporate and Investment Bank
- **Nadège DEBENEY**, Avocat collaborateur de Jones Day
- **Noémie DENTU**, Direction Juridique de l’Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution
- **Marija DIMITRIJEVIC**, Direction des Affaires Juridiques de l’Autorité des Marchés Financiers
- **Jean-Baptiste FOREST**, Direction Juridique Groupe de Crédit Agricole SA
- **Gérard GARDELLA**, ancien Directeur Juridique Groupe Société Générale ; Secrétaire Général du HCJP
- **Antoine GAUDEMET**, Professeur agrégé de l’Université Panthéon-Assas (Paris II)
- **Pauline GUERIN**, Direction Banque d’Investissement et de Marché de la Fédération Bancaire Française
- **Marie-Anne LAVERGNE**, Direction Générale du Trésor
- **Olivier MITTELETTE**, Directeur Banque d’Investissement et de Marché, Fédération Bancaire Française
- **Carlos MOLINAS**, Direction de la Conformité de Crédit Agricole Corporate and Investment Bank
- **Stéphane PLAIS**, Direction des Affaires Juridiques de l’Autorité des Marchés Financiers
- **Michel PRADA**, Inspecteur Général des Finances Honoraire ; ancien Président de l’Autorité de Marchés Financiers ; membre du HCJP
- **Laurent VINCENT**, Avocat conseil de Gide, Loyrette, Nouel



ANNEXE 2

*Liste des représentants des
organisations auditionnées*

Le 20 juillet 2018



LISTE DES REPRÉSENTANTS DES ORGANISATIONS AUDITIONNÉES

Le Groupe de travail a auditionné les représentants suivants :

- **Jérôme ABISSET**, Directeur Juridique de l'Association Française de Gestion
- **Fabrice BUSSIÈRE**, Adjoint du Directeur Juridique d'Amundi
- **Bruno FITSCH-MOURAS**, Directeur Juridique de l'Association Française des Trésoriers d'Entreprise