

N° 624

SÉNAT

SESSION ORDINAIRE DE 2012-2013

Enregistré à la Présidence du Sénat le 5 juin 2013

PROPOSITION DE RÉSOLUTION EUROPÉENNE

*au nom de la commission des affaires européennes (1), en application de l'article 73 quater du Règlement, sur la **réforme européenne des indices de taux,***

PRÉSENTÉE

Par M. Richard YUNG,
Sénateur

(Envoyée à la commission des finances.)

(1) Cette commission est composée de : M. Simon Sutour, président ; MM. Alain Bertrand, Michel Billout, Jean Bizet, Mme Bernadette Bourzai, M. Jean-Paul Emorine, Mme Fabienne Keller, M. Philippe Leroy, Mme Catherine Morin-Desailly, MM. Georges Patient, Roland Ries, vice-présidents ; MM. Christophe Béchu, Yannick Botrel, André Gattolin, Richard Yung, secrétaires ; MM. Nicolas Alfonsi, Dominique Bailly, Pierre Bernard-Reymond, Éric Bocquet, Gérard César, Mme Karine Claireaux, MM. Robert del Picchia, Michel Delebarre, Yann Gaillard, Mme Joëlle Garriaud-Maylam, MM. Joël Guerriau, Jean-François Humbert, Mme Sophie Joissains, MM. Jean-René Lecerf, Jean-Louis Lorrain, Jean-Jacques Lozach, Mme Colette Mélot, MM. Aymeri de Montesquiou, Bernard Piras, Alain Richard, Mme Catherine Tasca.

EXPOSÉ DES MOTIFS

Mesdames, Messieurs,

Le Libor et, dans une moindre mesure, l'Euribor se trouvent au cœur d'un scandale de grande ampleur, impliquant vraisemblablement de nombreux acteurs internationaux. Ces taux¹ sont censément des valeurs de référence, guidant l'analyse et l'interprétation des marchés qui participent des décisions d'investissement. Ces indices auraient été manipulés pour servir les intérêts ponctuels de l'une ou l'autre institution financière contribuant à leur élaboration quotidienne. La fiabilité de ces taux de référence est ainsi remise en cause, faisant peser un doute sur le bien-fondé des nombreuses opérations financières qui y sont adossées, la pertinence des marchés et leur stabilité.

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

À la lumière du constat qui peut être fait de l'influence du Libor et de l'Euribor au sein des marchés financiers mondiaux, des dysfonctionnements mis à jour et dans le contexte des prises de positions des régulateurs et des acteurs concernés, il est souhaitable que le Sénat prenne position sur ces principaux enjeux en amont de la proposition de la Commission européenne.

¹ Voir définition détaillée en annexe 1

I – LES PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES DU LIBOR ET DE L'EURIBOR

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

Les taux Libor et Euribor ont d'abord été utilisés comme référence pour des activités de prêts et d'emprunts à taux variables : prêts hypothécaires, prêts à la consommation, financement aux entreprises ou aux collectivités publiques, obligations publiques et privées, cartes de crédit et comptes d'épargne... Ils constituent en effet une référence facilement disponible, tant aux prêteurs qu'aux emprunteurs, pour déterminer les prix et répercuter par la suite les évolutions du coût de financement. Leur importance a particulièrement évolué avec la croissance des marchés financiers et en particulier, pour l'Euribor, la progression des marchés en euro : ils servent aujourd'hui de référence mondiale pour des volumes substantiels de produits dérivés de taux, qu'ils soient échangés de gré à gré ou sur des marchés organisés. Il n'existe pas de données exhaustives permettant d'avoir une vision précise de l'utilisation du Libor et de l'Euribor : les estimations globales de la valeur des produits financiers valorisés sur ces deux taux et dont certains ont des maturités de plusieurs dizaines d'années oscillent entre **360 000 et 600 000 milliards de dollars**.

Les taux Libor et Euribor concernent ainsi divers types d'acteurs économiques non financiers et financiers : les ménages dans le cadre de crédits ou de placements, les collectivités locales ayant contracté des prêts ou acheté des swaps sur taux d'intérêt², les entreprises non financières pour la gestion de leur financement, les États dans la gestion des dettes souveraines, mais aussi les acteurs financiers pour leurs activités d'investissement, de couverture et de marché. Ces taux constituent aussi des références fondamentales pour les banques centrales. La transmission de la politique monétaire dépend du lien entre les taux de référence interbancaire dans une zone et les taux directeurs de la banque centrale. L'Euribor est, en zone euro, un élément essentiel de la transmission de la politique monétaire de la Banque centrale européenne. La Banque Nationale Suisse fixe explicitement son taux directeur en fonction du Franc suisse Libor.

² *Un swap de taux d'intérêt est un contrat entre deux parties qui conviennent de s'échanger des flux d'intérêt sur une période et un montant donnés; une partie payant un taux fixe, l'autre un taux variable.*

Le Libor et l'Euribor ont ainsi acquis, au rythme du développement des marchés financiers, une influence majeure sur le fonctionnement de ces derniers et sur la politique monétaire. Ils ont à ce titre la qualité de **biens publics**. Ce statut n'est toutefois pas encadré par une gouvernance appropriée des processus d'élaboration et ne s'est pas accompagné d'une implication des autorités de supervision.

2. Les fraudes identifiées ont révélé l'ampleur des enjeux et mis en évidence les conflits d'intérêts inhérents à la conception de ces indices

Ce n'est que 20 ans après la création du Libor et en dépit des doutes émis par la presse anglo-saxonne depuis 2008 que se sont fait jour les scandales de manipulation des taux. En juin 2012, la banque Barclays a été condamnée à verser une amende de 360 millions d'euros pour mettre fin aux enquêtes du régulateur britannique, la *Financial Services Authority (FSA)*, et américain, la *Commodity Futures Trading Commission (CFTC)*. Cette première condamnation a également conduit à mettre en cause la réaction trop tardive des autorités britanniques (*FSA* et Banque d'Angleterre) alors que des anomalies dans l'évolution du Libor étaient signalées depuis plusieurs années. D'autres sanctions ont suivi. La banque suisse UBS a dû régler une amende de 1,1 milliard d'euros après un accord avec les autorités américaines, britanniques et suisses et a renoncé à participer au panel Euribor. La Royal Bank of Scotland a versé 444 millions d'euros d'amendes. Rabobank devrait prochainement verser une amende de 336 millions d'euros. Près d'une vingtaine d'autres grandes banques internationales font actuellement l'objet d'enquêtes des autorités, notamment aux États-Unis. Les analystes de Morgan Stanley estiment à 12 milliards d'euros le coût total pour 11 des 18 banques du panel du Libor : 5,67 milliards d'euros environ d'amendes auxquels il faudrait ajouter 6,38 milliards d'euros pour régler les contentieux liés à cette affaire. En effet, aux sanctions prononcées par les régulateurs, s'ajoutent dorénavant les plaintes ou les actions collectives principalement aux États-Unis. Ces plaintes sont d'origines très variées et parfois contradictoires : certains investisseurs réclament des dommages et intérêt pour le manque à gagner qu'ils auraient subi du fait d'une sous-estimation du Libor, d'autres, au contraire, ont engagé des recours dans le cadre de prêts hypothécaires dont le taux aurait été artificiellement augmenté. En parallèle des enquêtes individuelles toujours en cours outre-atlantique, le commissaire européen chargé de la concurrence a engagé depuis 2011 une enquête pour suspicion de collusion des banques des panels du Libor et de l'Euribor.

Les fraudes identifiées étaient motivées par le souci des banques des panels du Libor et de l'Euribor de générer des profits avant la crise, puis de maîtriser les informations sur leur propre situation une fois la crise éclatée.

Lors de la première phase, jusqu'en 2007, les manipulations semblent avoir résulté d'initiatives des opérateurs de marché des banques. Les banques des panels sont sélectionnées en fonction de leurs activités sur les marchés interbancaires, elles sont donc à la fois contributrices et utilisatrices. Les banques auraient cherché à influencer les taux en fonction des positions spéculatives prises sur les marchés, tout d'abord pour les protéger, mais aussi et surtout pour les faire fructifier. En effet, en biaisant leurs estimations, les banques pouvaient orienter l'indice en faveur des positions qu'elles avaient prises sur les marchés dérivés, au détriment des autres intervenants du marché. En fonction de la taille des panels, il pouvait s'agir soit d'ententes impliquant d'autres banques, soit d'arrangements internes au sein d'une même banque.

Depuis le début de la crise financière, certaines banques ont été incitées à laisser paraître une image aussi peu tendue que possible de leur situation et auraient délibérément sous-estimé le taux de leur contribution au Libor. Cette seconde phase de manipulation serait potentiellement bien plus importante que la première, et soulève des questions sur les rôles respectifs des superviseurs et des banques.

3. Au-delà du conflit d'intérêts, les carences multiples du processus d'élaboration de ces taux sont désormais clairement reconnues

a) Le principe d'une évaluation discrétionnaire

Les méthodes de fixation du Libor et de l'Euribor sont toutes deux fondées sur les estimations des banques du panel et non sur des transactions effectivement réalisées. Il ne s'agit donc pas d'un taux constaté et objectif mais bien d'une évaluation discrétionnaire de la part des banques contributrices qui peuvent, à leur convenance, s'appuyer tant sur des transactions réelles, lorsqu'il en existe, que sur leur propre jugement. L'évaluation « à dires d'expert » est une spécificité de ces deux taux qui ne se retrouve pas systématiquement dans tous les taux de référence interbancaire. L'*Euro Overnight Index Average (EONIA)*, par exemple, est un taux calculé par la Banque centrale européenne (BCE) et diffusé par la Fédération des Banques Européennes (FBE) qui résulte de la moyenne pondérée de toutes les transactions au jour le jour de prêts non garantis réalisées par les banques retenues pour le calcul de l'Euribor. Il s'agit, dans ce dernier, cas non pas d'un taux déclaratif mais d'un taux réellement

constaté. Il faut toutefois souligner que ce schéma d'établissement du taux est rendu possible par l'importance du nombre de transactions sur ces échéances très courtes, ce qui n'est pas nécessairement le cas sur les échéances plus longues, notamment en période de crise.

b) Une autorégulation hors de toute supervision

Le principe de l'autorégulation a présidé à la création des taux Libor et Euribor. Il visait à s'affranchir de l'éventuelle influence des autorités publiques et, en conséquence, de leur supervision pour garder la main sur l'établissement du taux. Depuis la création de ces indices à la fin des années 1980 jusqu'aux premiers soupçons de manipulation en 2008, aucune autorité de régulation ni aucun superviseur ne se sont penchés sur la gouvernance et la fiabilité du processus de fixation de taux de référence aussi fondamentaux. **Encore aujourd'hui, les activités d'Euribor-EBF en tant qu'administrateur de l'Euribor ne sont couvertes par aucune législation ni autorité de supervision.** L'adoption en France du projet de loi de séparation et de régulation des activités bancaires devrait permettre des sanctions administratives et pénales en cas de manipulation d'un indice financier (article 4 *nonies*).

c) Un marché sous-jacent insuffisamment transparent

Le Libor et l'Euribor visent à mesurer le marché interbancaire en « blanc ». Ce marché fonctionne principalement sur des bases de gré à gré. Ainsi, malgré son importance, comme le relève entre autres la BCE, il est extrêmement difficile de connaître avec précision le niveau du marché, le volume des transactions et les taux effectifs. Les seules informations disponibles sont celles collectées par les banques centrales et la Banque des Règlements Internationaux à travers des sondages quantitatifs et qualitatifs. Cette absence de transparence est fréquemment relevée dans le cadre des travaux menés sur la réforme des taux interbancaire de référence.

d) La mesure d'un marché interbancaire en profonde mutation

Avant la crise financière de 2007/2008, les transactions interbancaires étaient nombreuses, quelle que soit la maturité concernée. La crise a conduit à une profonde modification de la structure du financement interbancaire. À cela, plusieurs raisons peuvent être avancées. La perte de confiance entre les banques les a conduit à privilégier les transactions garanties par du collatéral au détriment des opérations « en blanc ». Les banques centrales sont intervenues massivement auprès des banques par l'injection de liquidités. Enfin, les futures régulations inspirées des travaux de Bâle III, en partie anticipées par les banques, font peser des contraintes

prudentielles supplémentaires sur ces transactions interbancaires. Dans ce contexte, il est difficile d'estimer tant la situation actuelle que l'évolution à moyen terme du marché interbancaire sans garantie, et de juger de la pertinence même de taux censés les représenter.

II – LE CONTEXTE DES RÉFORMES

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

Les sanctions prononcées à l'encontre des banques ont déclenché une mobilisation internationale de l'ensemble des parties prenantes. L'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV) a publié un rapport à destination des administrateurs des indices fixant les grands principes internes de gouvernance. L'Autorité Bancaire Européenne (ABE) et l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF) ont publié conjointement des recommandations applicables à compter de juin 2013 destinées à Euribor-EBF et visant à remédier aux « insuffisances » identifiées dans la gouvernance de l'Euribor. Le Conseil de Stabilité Financière (*Financial Stability Board*) a adressé en avril 2013 un courrier au G20 soulignant la nécessaire implication des autorités publiques dans l'amélioration de la gouvernance, de la transparence et de la fiabilité de ces taux, ainsi que dans l'émergence et la transition vers des taux de référence alternatifs. La Banque des Règlements Internationaux (BRI) a rendu publics ses travaux sur le rôle des banques centrales dans le processus d'amélioration et de réforme des taux de référence interbancaires. À la demande des autorités britanniques, Martin Wheatley, directeur de la *Financial Services Authority (FSA)*, a établi en septembre 2012 les éléments détaillés de la réforme du Libor. La Commission européenne a rendu publiques les réponses à la consultation portant sur la régulation et la production de l'ensemble des indices de référence.

De ces travaux se dégage un consensus autour de trois axes principaux de réforme.

Le premier axe concerne **l'organisation interne** tant des banques contributrices des panels que des structures en charge de l'administration des indices. Il s'agit d'y renforcer les règles de gouvernance afin de fiabiliser le processus d'élaboration des indices et de mettre en place des codes de conduites afin d'identifier et de gérer les conflits d'intérêts. Ainsi,

Euribor-EBF est appelé par les autorités européennes avant juin 2013 à diversifier la composition du Comité de pilotage (Steering Committee) de l'Euribor, à améliorer et à renforcer son code de conduite.

Les principes de ces propositions sont largement acceptés et les acteurs concernés considèrent en avoir déjà tiré les conséquences au travers d'aménagements réalisés ou à venir, toujours dans le cadre de l'autorégulation. Le directeur d'Euribor-EBF a d'ailleurs indiqué qu'ils « auront réformé l'Euribor » avant que la Commission européenne présente son projet législatif.

Le deuxième axe vise à faire que la contribution des banques aux indices et l'administration de ces indices soient **des activités régulées, supervisées et soumises à d'éventuelles sanctions administratives et pénales**. En Europe, seul le volet « sanction » a déjà été proposé. En juillet 2012, la Commission européenne a modifié les propositions de directive et de règlement relatives aux manipulations de marché (textes E 7579 et E 7580). Elle propose dorénavant d'inclure les indices de références et les indices boursiers dans le champ d'application du régime des abus de marché : toute manipulation ou tentative de manipulation des taux de référence serait sanctionnée administrativement et pénalement. En France, le projet de loi de séparation et de régulation des activités bancaires, dans l'esprit de la proposition européenne, a prévu des sanctions administratives et pénales en cas de manipulation d'un indice financier.

Enfin, tous les travaux menés reconnaissent les avantages relatifs d'indices basés sur des **transactions réelles**. Cependant, en ce qui concerne les indices de taux d'intérêt, les volumes de transactions actuels sont insuffisants pour établir des résultats fiables et exploitables. Rien ne permet en l'état de prévoir si la situation actuelle du marché interbancaire est conjoncturelle ou bien structurelle. Une approche hybride, combinant une cotation des transactions réelles quand cela est possible, et une cotation sur la base du jugement d'expert, est donc préconisée.

2. Au-delà de ce consensus, la réforme du Libor, enjeu de place pour Londres, suscite déjà des interrogations

Au Royaume-Uni, les conclusions du rapport de Martin Wheatley de la *Financial Services Authority (FSA)* ont été intégrées immédiatement dans les réformes du *Financial Services Act* entrées en vigueur début avril. L'équilibre général de cette réforme est de « réparer » le Libor en renforçant la gouvernance et la supervision. La réforme s'inspire largement des préconisations formulées par les régulateurs internationaux. La contribution au Libor et le calcul du taux deviennent des activités régulées,

des codes de conduites plus contraignants sont mis en place. Afin de tenir compte de l'étroitesse de certains compartiments du marché interbancaire de la place de Londres, le nombre d'indices publiés est réduit. La responsabilité du calcul est retirée à la *BBA* et transférée, à court terme, sur la base d'un appel d'offres très encadré, à une structure privée indépendante. Pour autant, le régulateur anglais ne reconnaît pas au Libor un statut de bien public et écarte en conséquence l'implication directe d'une autorité publique dans la gouvernance de l'indice. La réforme britannique conserve donc au seul secteur privé la responsabilité d'administrer le Libor.

Préserver l'existence du Libor et son utilisation à l'échelle mondiale est un enjeu central pour l'activité de la City. La défense de cette stratégie financière de place se trouve confrontée à l'enjeu que représente la maîtrise de taux de référence systémiques robustes nécessaires au bon fonctionnement des marchés financiers.

Or, après avoir longuement collaboré avec les superviseurs britanniques au sein de l'OICV, les autorités américaines semblent privilégier une option contraire aux positions britanniques et bien plus radicale. Gary Gensler, le Président du *Commodity Futures Trading Commission (CFTC)*, soutenu en cela par le Conseil de stabilité financière américain, affirme que le Libor, auquel il associe sans distinction l'Euribor, est structurellement biaisé, qu'il n'est plus représentatif du taux interbancaire sans risque, et qu'en l'état son utilisation représente un risque pour la stabilité des marchés américains. **Il préconise en conséquence un remplacement du Libor par de nouveaux indices dont on peut supposer qu'il souhaite en assurer la gouvernance et la supervision hors du Royaume-Uni.**

La récente réforme du Libor fait peser une grande part de la responsabilité de la correcte élaboration de l'indice sur le secteur privé. Les banques du panel qui doivent contribuer à « dire d'expert » sont confrontées à un risque accru de se voir sanctionnées. Le superviseur britannique peut de plus, désormais, s'il le juge nécessaire, rendre la contribution des banques obligatoire. Face aux risques de réputation et de sanctions financières et à la raréfaction des transactions interbancaires, certaines banques contributrices souhaitent se retirer des panels du Libor dont l'actuelle stabilité ne pourrait être qu'apparente.

3. Le Libor et l'Euribor présentent des particularités distinctes qui peuvent justifier d'un traitement différencié

Seul le résultat des différentes enquêtes en cours permettra de préciser l'impact des tentatives de manipulation sur le degré de pertinence du Libor et de l'Euribor. Pour autant, le Libor et l'Euribor, souvent considérés comme similaires, présentent des différences notables qui seraient de nature à soutenir la thèse d'une meilleure résistance de l'Euribor aux manipulations.

Le Libor (*London InterBank Offered Rate*) est un taux d'intérêt de référence établi à Londres. Chaque banque contributrice communique quotidiennement le taux d'emprunt auquel elle pourrait se refinancer sans garantie (« en blanc »), selon sa meilleure estimation, sur le marché de Londres spécifiquement, ce dans 10 devises différentes et à 15 échéances préétablies. Le Libor résulte d'une initiative du secteur bancaire privé datant de 1986. Il s'agissait pour les banques de s'exonérer des références de taux « administrés » par les institutions publiques et de disposer d'un taux de référence autorégulé, standardisé et plus représentatif de leur coût de financement.

L'Euribor (*Euro Inter Bank Offered Rate*, taux interbancaire offert en euro) a été établi dans le même esprit lors de la création de l'euro en 1999. Chaque banque contributrice communique quotidiennement sa meilleure estimation du taux d'intérêt moyen des dépôts interbancaires en euro sur le marché pour 15 échéances prédéterminées, mais sans restriction de place. Le processus détaillé de formation de ces taux est présenté en annexe.

Le Libor agit comme un baromètre de l'état de santé de chacune des banques contributrices du panel alors que l'Euribor traite de l'état du marché

La question à laquelle doivent répondre les banques du panel du Libor est posée explicitement en termes de taux de refinancement de chaque banque contributrice. La cotation émise et rendue publique individuellement correspond donc théoriquement au taux d'intérêt auquel la banque se refinancerait dans un marché normal. Elle donne ainsi une image de sa qualité de crédit et du risque associé et non de celle du marché. Tout particulièrement en période de crise, la définition du Libor le transforme de fait en « bulletin de santé ». En effet, si jusqu'en 2007 le risque bancaire était considéré comme inexistant, il en est tout autrement aujourd'hui.

La banque contributrice de l'Euribor ne communique pas un taux reflétant sa propre qualité de crédit, mais sa perception du taux de rémunération des dépôts offert entre deux banques du marché. La cotation

de l'Euribor reflète donc un état de santé global du secteur bancaire de la zone euro et non une situation individuelle.

Les panels respectifs sont de nature et d'étendue différentes.

La diversité et l'étendue du panel n'empêchent pas les tentatives de manipulation. Elles diminuent néanmoins mécaniquement l'influence de contributions qui seraient manipulées ou erronées. La fiabilité de l'indice s'en trouve donc renforcée. Le panel de l'Euribor est plus étendu et diversifié que celui du Libor. Si le panel de l'Euribor connaît quelques désaffections – il est passé en quelques mois de 44 à 36 banques –, il reste toutefois, du fait d'un marché de référence beaucoup plus large, significativement plus étendu que celui du Libor. Ce dernier se fonde en effet sur une logique de place : les banques doivent être actives sur le marché interbancaire de Londres et leurs contributions doivent représenter le taux auquel elles pourraient se financer sur ce même marché. L'Euribor procède d'une tout autre logique. Les banques du panel doivent être des acteurs représentatifs des marchés monétaires de l'euro. La référence de l'Euribor est non pas une place financière, mais l'ensemble du marché interbancaire en euro sans garantie. L'Euribor apparaît dès lors plus générique et fondé dans son processus d'établissement.

Le maintien des indices de taux reste une nécessité à plusieurs titres. De telles références au coût de financement « en blanc » sont indispensables tant pour la banque centrale dans la transmission de sa politique monétaire que pour les participants de marché. De plus, du fait du stock important de contrats qui y sont indexés, la disparition de ces indices pourrait causer d'importants problèmes juridiques. Le développement d'indices alternatifs, préconisé par les autorités américaines, ne doit pas se faire au détriment d'une réforme qui se doit d'être différenciée pour le Libor et l'Euribor.

III – LA COMMISSION EUROPÉENNE DOIT PRÉSENTER DANS QUELQUES SEMAINES UNE PROPOSITION DE RÈGLEMENT, EN COHÉRENCE AVEC LES TRAVAUX MENÉS AU SEIN DES ORGANISMES INTERNATIONAUX, VISANT À ENCADRER LA CRÉATION, LA PRODUCTION, L'UTILISATION ET LA SUPERVISION DE L'ENSEMBLE DES INDICES DE RÉFÉRENCE. EN AMONT DE CE PROJET DE RÈGLEMENT, IL VOUS EST PROPOSÉ DE RETENIR SIX OBSERVATIONS PRINCIPALES

1. Promouvoir une action dédiée à l'Euribor, parallèlement à la proposition de la Commission européenne. Le périmètre retenu par la

Commission est très large, ambitionnant de couvrir l'ensemble des indices utilisés dans les contrats, qu'ils soient financiers ou non. Les doutes qui s'expriment actuellement sur les modalités de calcul d'une multitude d'indices peu ou pas régulés sont de nature à conforter un cadre large de régulation. Pour autant, l'accélération de la réforme du Libor, les réactions qu'elle suscite, l'importance systémique de l'Euribor pour la zone euro et ses spécificités de fonctionnement, militent en faveur **d'un texte dédié à une réforme de l'Euribor**. L'adoption d'une réforme spécifique à l'Euribor et assurant sa pérennité permettrait de s'assurer de la maîtrise par l'Europe d'un indice stratégique pour son économie.

2. Faire de la production d'indices systémiques comme l'Euribor une activité régulée au niveau européen. Dans ce domaine, l'autorégulation qui a trop longtemps prévalu doit céder la place à une supervision européenne. Il s'agit de réguler et de superviser d'une part les fonctions de contribution aux indices et, d'autre part, les structures chargées de leur administration. Le mécanisme de surveillance unique, première étape de l'Union bancaire, doit prendre en charge cette supervision en ce qui concerne les banques.

3. Intégrer des éléments de contrôle du Libor dans la supervision européenne. La mobilisation autour de la réforme des indices témoigne du bien-fondé d'une supervision coordonnée la plus large possible. L'ambition d'une supervision internationale doit se traduire, *a minima*, par une coordination européenne. Il convient de convenir de l'action à conduire vis-à-vis de la régulation du Libor et de mettre en place des mécanismes créant un cadre européen coordonné et cohérent.

4. Associer une autorité publique européenne à la gouvernance de l'Euribor. L'importance systémique de l'Euribor, qui est devenu un bien public, milite pour l'implication plus directe des autorités publiques dans sa gouvernance jusqu'alors exclusivement assumée par des acteurs financiers privés. **La BCE paraît à la fois compétente et légitime** pour participer au contrôle des mécanismes d'élaboration de l'indice au sein du comité de pilotage de la structure chargée de l'administration de l'Euribor. Les conflits d'intérêts inhérents à cette solution paraissent bien moindres que ceux constatés avec les banques privées.

5. Établir un cadre européen de sanctions en cas de manipulation des indices. Les indices doivent désormais être considérés comme des produits financiers à part entière. Toute manipulation ou tentative de manipulation doit être sanctionnée de façon appropriée. En ce sens,

l'adoption de la directive et du règlement sur les abus de marché constitue un aspect central de la réforme des indices.

6. Assurer une meilleure connaissance des transactions du marché interbancaire. Jusqu'à présent le besoin d'une transparence accrue sur l'état du marché interbancaire avait été occulté. Il apparaît désormais indispensable de disposer d'une information régulière sur les transactions interbancaires pour apprécier la qualité de l'Euribor à la lumière de l'état du marché, et assurer le contrôle de l'intégrité du processus de son élaboration. La mise en place d'un dispositif permettant de recenser et d'enregistrer l'ensemble des transactions interbancaires en euro semble dès lors une évolution nécessaire. Compte tenu de la sensibilité des informations relatives au financement des banques, ce dispositif pourrait être constitué sur la base d'un partenariat entre les banques et la BCE dans un cadre offrant les garanties de confidentialité nécessaires.

Pour ces raisons, votre commission des affaires européennes a conclu au dépôt de la proposition de résolution européenne qui suit :

PROPOSITION DE RÉSOLUTION EUROPÉENNE

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

- ⑫ Souligne la nécessité de disposer d'un cadre européen cohérent et coordonné de supervision des indices de taux ;
- ⑬ Demande en conséquence que soit envisagée la mise en place de mécanismes permettant une supervision européenne du Libor ;
- ⑭ Appelle à une adoption rapide de la directive et du règlement sur les abus de marché ;
- ⑮ Souligne que le statut de bien public de ces indices rend nécessaire une plus grande implication des autorités publiques dans leur gouvernance ;
- ⑯ Estime que la Banque centrale européenne est légitime et compétente pour assumer cette responsabilité ;
- ⑰ Considère qu'une meilleure connaissance des transactions du marché interbancaire est de nature à renforcer l'intégrité du processus d'élaboration de l'Euribor ;
- ⑱ Demande au Gouvernement de défendre et de faire valoir ces orientations auprès des institutions européennes.

ANNEXE 1

La formation du Libor (avant la réforme « Wheatley »)

Il existe des taux Libor pour 10 devises – l’euro, le dollar US, la livre sterling, le yen, le franc suisse, le dollar canadien, le dollar australien, la couronne danoise, le dollar néo-zélandais, la couronne suédoise – et pour 15 maturités du jour le jour à 12 mois, soit au total 150 taux Libor.

Les taux Libor, marque déposée propriété de la British Bankers’ Association (BBA), sont calculés et publiés quotidiennement à midi précises (heure de Londres), par Thomson Reuters, le calculateur, pour le compte de la BBA.

Les panels de banques contributrices, constitués sous l’égide de la BBA, varient par devise. Le plus important panel est celui du dollar US auquel participent néanmoins seulement 17 banques ; le plus petit concerne la couronne suédoise avec 6 banques contributrices.

Chaque jour ouvré entre 11h et 11h10, heure de Londres, les banques, qui participent au panel d’une devise sur la base du volontariat doivent répondre, indépendamment, sans négociation et pour chaque maturité, à la question suivante :

« Dans l’hypothèse d’un marché interbancaire de taille raisonnable, à quel taux pourriez-vous effectivement emprunter des fonds si vous deviez le faire avant 11h ? »

« At what rate could you borrow funds, were you to do so by asking for and then accepting inter-bank offers in a reasonable market size just prior to 11 am? »(Source BBA)

Une moyenne arithmétique des contributions reçues par devise et par maturité est ensuite réalisée par le calculateur Thomson Reuters après élimination des quartiles supérieurs et inférieurs (cotations représentant les 25 % supérieurs et inférieurs).

Les moyennes ainsi que la totalité des contributions individuelles sont ensuite rendues publiques à midi.

La formation de l’Euribor

L’Euribor est une moyenne quotidienne des taux prêteurs en euro sur 15 échéances (une semaine, deux semaines, trois semaines et de 1 mois à 12 mois). Il existe donc 15 taux Euribor. Depuis avril 2012, il existe aussi un USD Euribor.

Les taux Euribor, marque déposée propriété d’Euribor-EBF, filiale de la Fédération bancaire européenne (FBE), sont calculés et publiés quotidiennement, à 11h précises (heure de Bruxelles) par Thomson Reuters, le calculateur, pour le compte d’Euribor-EBF.

Le panel des banques déclarantes comprend actuellement 39 banques actives sur le marché de l’euro. Les banques contributrices, qui participent au panel sur la base du

volontariat, doivent communiquer au plus tard à 10h45 chaque jour ouvré leur meilleure estimation du taux de rémunération offert à 11h (heure de Bruxelles) sur les dépôts entre deux banques de bonne qualité.

Si au moins 50 % des établissements constituant l'échantillon ont effectivement fourni une contribution, une moyenne arithmétique des taux reçus par maturité est ensuite réalisée après élimination des 15 % de cotations extrêmes.

Les moyennes calculées par Thomson Reuters ainsi que les contributions individuelles sont ensuite rendues publiques par Reuters à 11h15.

ANNEXE 2 - LISTE DES PERSONNES AUDITIONNÉES

À Bruxelles

Commission européenne

Mme Paulina Dejmac-Hack, membre du cabinet du Commissaire Michel Barnier

Mme Maria Teresa Fabreras Fernandes, Chef d'unité, direction générale marché intérieur et services

À Paris

Direction Générale du Trésor

Financement des entreprises et marché financier

M. Anthony Requin, Sous-Directeur

Mme Dorothée Stik

M. Jérôme Reboul

Autorité de Contrôle Prudentiel

Mme Danièle Nouy, Secrétaire Générale

M. Frédéric Visnovsky, Secrétaire Général adjoint

Mme Véronique Bensaïd

Autorité des Marchés Financiers

M. Gérard Rameix, Président

Mme Sophie Baranger, Secrétaire générale adjointe, en charge de la direction des enquêtes et des contrôles

M. Julien Ruderman, Adjoint à la Directrice en charge des Affaires Européennes et Internationales

BNP PARIBAS

M. Georges Chodron de Courcel, Directeur Général Délégué

M. Jean Clamon, Délégué Général

SOCIETE GENERALE

M. Christophe Mianné, Directeur Délégué de la Banque de Financement et d'Investissement

M. Michel Bine, Responsable mondial des activités de taux à court terme et de trésorerie

M. Christian Persiaux, Responsable juridique en charge des réflexions sur les indices