

Règlement *Benchmark* : la disparition des indices IBOR

Mardi 26 mars 2019

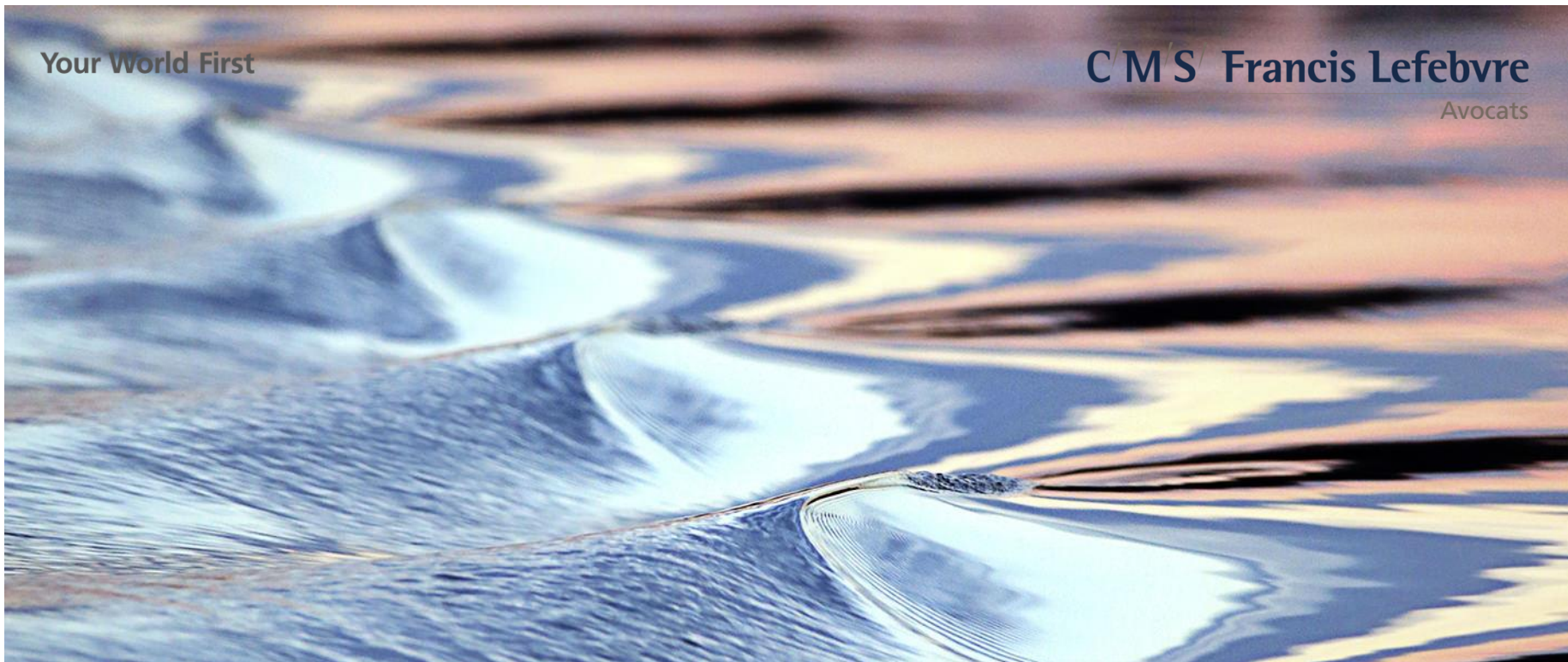


Sommaire

I. Du scandale du LIBOR au règlement *Benchmark*

II. Les indices IBOR et leur devenir

III. Table ronde : problématiques et premières réponses pratiques sur les marchés des prêts, des emprunts obligataires et des produits dérivés



I. Du scandale du LIBOR au règlement *Benchmark*

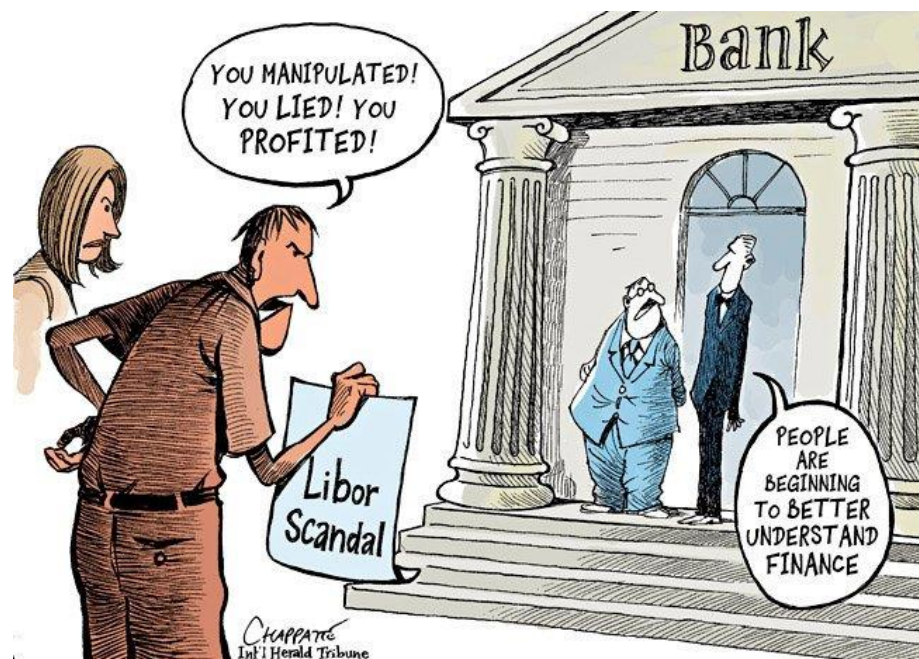
Alexandre Bordenave

Avocat conseil, droit bancaire et financier, CMS Francis Lefebvre Avocats

I. Du scandale du LIBOR au règlement *Benchmark* (1/3)

➤ La nécessaire réforme des indices

- Le scandale du LIBOR
- La crise de liquidité de 2011



- Hors, importance systémique des indices (estimation Euribor + EONIA = montant notionnel de 175.000.000.000.000 euros)

I. Du scandale du LIBOR au règlement *Benchmark* (2/3)

➤ L'adoption du règlement *Benchmark*

- Travaux préparatoires (2012-2013)
- Consultation (2013-2016)
- Adoption du règlement (UE) 2016/1011 dit "Benchmark" : 8 juin 2016
- Entrée en vigueur : à partir du 1^{er} janvier 2018
 - ✓ Objectif : garantir l'exactitude et l'intégrité des **indices** utilisés comme **indices de référence** (article 2)
 - ✓ Article 59 (*entrée en vigueur*) : à partir du 1^{er} janvier 2018
 - ✓ Article 51 (*dispositions transitoires*) : jusqu'au 1^{er} janvier 2020 (mais projet pour repousser au 31 décembre 2021)

I. Du scandale du LIBOR au règlement *Benchmark* (3/3)

➤ **Les exigences du règlement *Benchmark***

- Obligation pour les entités surveillées de recourir à des indices de référence fournis par des administrateurs inscrits au registre de l'ESMA (art. 29)
- Obligations qualitatives relatives aux données sous jacentes, avec une faveur donnée aux données de transaction
- Exigences méthodologiques (variables selon que l'indice est critique, significatif ou non significatif) et de transparence



II. Les indices IBOR et leur devenir

Mohamed Haj-Taieb

Avocat conseil et économiste, droit fiscal, CMS Francis Lefebvre Avocats

II. Les indices IBOR et leur devenir

- Une présentation d'ensemble des indices de référence
- Le calcul des indices de référence
- Les catégories d'indices de référence selon le Règlement Benchmark
- Les nouveaux indices

Une présentation d'ensemble des indices de référence

➤ La notion d'indice de référence

- *"tout indice par référence auquel sont déterminés le montant à verser au titre d'un instrument ou d'un contrat financier ou la valeur d'un instrument financier, ou un indice qui est utilisé pour mesurer la performance d'un fonds d'investissement dans le but de répliquer le rendement de cet indice, de définir l'allocation des actifs d'un portefeuille ou de calculer les commissions de performance"* (règlement *Benchmark*, art. 2)
- Il existe différents types d'indices de référence sur différents marchés, les plus connus sont :
 - l'EURIBOR (*Euro Interbank Offered Rate*) pour la zone euro ;
 - le LIBOR (*London Interbank Offered Rate*) pour les marchés en livres Sterling ;
 - l'USD Libor (*London Interbank Offered Rate* en dollars américain) pour les marchés londoniens dans le cadre de prêts accordés en dollars ;
 - etc.

Le calcul des indices existants (1/2)

➤ Calcul de l'EURIBOR

- Il est calculé tous les jours ouvrables à 11h par son administrateur (*European Money Market Institute*).
- Pour le déterminer, un panel de banques européennes disposant d'une excellente réputation de solvabilité est interrogé. Il faut exclure les 15 % des contributions les plus hautes et les plus basses. La moyenne est calculée sur les 70 % des contributions restantes.
- Le panel de banques regroupe environ une vingtaine de banques de la zone euro, dont 5 françaises (BNP Paribas, HSBC France, Natixis, Crédit Agricole et Société Générale).
- Les calculs sont effectués en fonction des différentes maturités qui peuvent aller d'une semaine à un an.

Le calcul des indices existants (2/2)

➤ **Calcul du Libor**

- Il est calculé tous les jours ouvrables à 11h45 par son administrateur (*Intercontinental Exchange*).
- Pour le déterminer, un panel de banques disposant d'une excellente réputation de solvabilité est interrogé. Il faut exclure du calcul les 25 % des contributions les plus hautes et les plus basses. La moyenne est calculée sur les 50 % des contributions restantes.
- Le panel de banques regroupe de six à dix-huit banques des zones utilisant le Libor (Bank of America, JP Morgan Chase, Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ Ltd, Royal Bank of Canada, ...). C'est un taux publié sur 5 devises principales : CHF, EUR, GBP, JPY et USD.
- Les calculs sont effectués en fonction des différentes maturités qui peuvent aller d'une semaine à un an.

Les catégories d'indices (1/2)

➤ **Les taux d'intérêt sans risque (*Risk Free Rates*)**

- Le développement d'un taux d'intérêt sans risque au jour le jour (*Overnight risk free rates*) ou d'autres taux sans risque (*Risk Free Rates / RFRs*) (au sens du *Financial Stability Board*) est rendu nécessaire par l'entrée en vigueur du Règlement Benchmark.
- Les taux RFRs seraient plus solides car fondés sur des transactions réalisées dans un marché plus actif et plus liquide. En effet, les transactions sur le marché interbancaire et sur le marché des financements non sécurisés à partir desquels sont construits les taux IBOR sont relativement limitées en nombre et peu liquides. Certains groupes de travail envisagent le développement de taux "*Forward-looking term rates*" à partir des RFRs.
- Les taux sans risque au jour le jour pourraient être utiles pour mesurer et/ou couvrir des fluctuations de taux d'ordre général plutôt que des fluctuations relatives aux marges de crédits bancaires.
- Sur certains marchés, il est important que la transition des indices se fasse d'abord vers les indices RFRs au jour le jour plutôt que vers les indices RFRs à terme.

Les catégories d'indices (2/2)

Un indice d'importance critique

- La valeur du prix d'un instrument ou contrat financier ou la performance de fonds d'investissements équivaut à au moins 500 milliards €.
- La valeur d'indice de référence équivaut à moins 400 milliards €, lorsqu'il n'existe pas ou très peu d'indices de référence de substitution de marché acceptables et que l'absence d'indice aurait des incidences négatives notables sur l'intégrité des marchés, la stabilité financière, les consommateurs, l'économie réelle ou le financement des ménages et des sociétés.
- Des indices basés sur des communications faites par des contributeurs qui sont principalement situés dans un État membre et jugés d'importance critique dans cet État membre.

Un indice d'importance significative

- La valeur du prix d'un instrument ou d'un contrat financier ou encore les performances de fonds d'investissement équivaut à au moins 50 milliards € sur la base de l'éventail complet des maturités de l'indice sur une période de six mois.
- Les indices de référence qui n'atteignent pas ce seuil peuvent y être rattachés s'ils ont une incidence significative sur les marchés et qu'il n'existe pas ou très peu d'indices de référence de substitution de marché.

Un indice d'importance non-significative

- Applicable pour les contrats ou instruments financiers dont la valeur est inférieure à 50 milliards €.
- Ne remplit pas les conditions permettant de le considérer comme un indice d'importance critique ou significative.

Les futurs indices (1/4)

➤ Proposition de méthode de calcul de l'EURIBOR par l'EMMI

- Il y a eu une transition générale d'administration :
 - concernant le Libor, elle est passée de la *British Bankers Association* à *Intercontinental Exchange* qui est une société privée ;
 - concernant l'Euribor, elle est passée à l'*European Money Market Institute* qui est une association à but non lucratif établie à Bruxelles.
- *European Money Market Institute* est chargée de rendre le taux EURIBOR conforme au nouveau règlement *Benchmark*.
- Proposition de méthode de calcul de l'EURIBOR par l'EMMI :
 - en principe, les taux Euribor devraient être calculés sur la base de transactions réelles et non plus sur les contributions d'un panel de banques ;
 - toutefois, une marge d'appréciation reste autorisée pour les banques, lorsque les données sont insuffisantes et lorsque le taux doit être déduit d'autres transactions comme des prêts d'un montant inférieur au montant recommandé ou de taux pratiqués sur d'autres marchés.

Les futurs indices (2/4)

➤ Les exemples de nouveaux indices de référence

	EUR	GBD	USD	CHF	JPY
RFRs	Ester (<i>Euro Short-Term Rate</i>)	SONIA (<i>Sterling Overnight Index Average</i>)	SOFR (<i>Secured Overnight Rate</i>)	SARON (<i>Swiss Average Rate Overnight</i>)	TONAR (<i>Tokyo Overnight Average Rate</i>)
Méthode de calcul	Moyenne pondérée où il faut exclure les 25% transactions les plus hautes et les plus basses. Calculée sur les 50% de transactions restantes	Moyenne pondérée où il faut exclure les 25% transactions les plus hautes et les plus basses	Moyenne pondérée où il faut exclure les 25% transactions les plus hautes et les plus basses	Moyenne pondérée sur la base de transaction réelle via une plateforme électronique de négoce	Moyenne pondérée du taux de dépôts non garantis
Volume des transactions	La Banque Centrale européenne a déjà récupéré toutes les transactions bancaires effectuées par les banques européennes	Les calculs sont effectués sur un volume de transactions équivalents à environ 50 millions de livres	Les calculs sont effectués sur un volume de transactions équivalents à environ 750 milliards de dollars	Les calculs sont effectués sur une base de transaction réelle	La Banque du Japon a récupéré toutes les transactions effectuées sur le marché japonais
Différence avec le Libor	Remplacement pour le taux à la journée seulement	Typologie de transaction sous-jacentes	Garanti vs non garanti	Garanti vs non garanti Avec une prime de risque	Typologie de transaction sous-jacentes
Entrée en vigueur	Octobre 2019	23 Avril 2018	3 Avril 2018	Disponible	Disponible

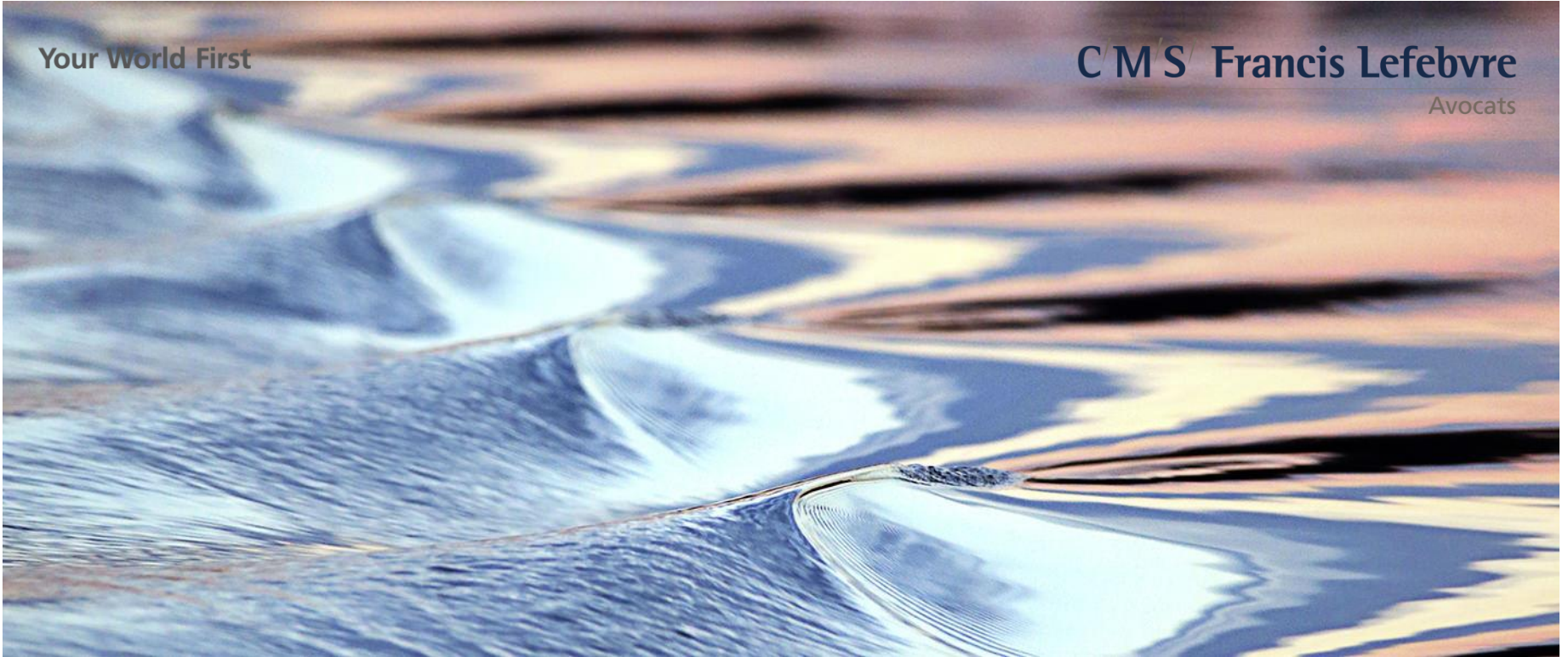
Les futurs indices (3/4)

➤ **Les risques inhérents à ces nouveaux indices de référence**

- Les références ne seront pas identiques : problème d'un point de vue juridique et opérationnel pour les contrats financiers existants et prêts.
- Risque pour les maturités longues lorsqu'il y a peu d'informations pour donner un résultat représentatif : application du taux de la veille.
- Risque reposant sur une différence de valeur entre le taux IBOR et le taux de remplacement : révision de la tarification.
- Risque reposant sur la couverture : transition de l'indexation de produits financiers sur une seule référence à des multi-références.

Les futurs indices (4/4)

- **Les réponses données à ces nouveaux indices de référence**
 - Il est envisagé d'étendre la période de transition prévue par le Règlement Benchmark (art. 51) de deux ans afin d'appliquer ces nouveaux indices.
 - Les professionnels proposent de maintenir l'ancien indice de référence jusqu'à l'expiration du dernier contrat et d'appliquer le nouvel indice de référence ultérieurement.



III. Table ronde : problématiques et premières réponses pratiques sur les marchés des prêts, des emprunts obligataires et des produits dérivés

III. Table ronde : problématiques et premières réponses pratiques sur les marchés des prêts, des emprunts obligataires et des produits dérivés

➤ Intervenants

- **Grégory Albertini**, juriste, Société Générale
- **Alexandre Bordenave**, avocat conseil, Titrisation et dettes structurées, CMS Francis Lefebvre Avocats
- **Bruno Fitsch-Mouras**, président de la commission "juridique" de l'AFTE et responsable Droit financier, Orange
- **Benjamin Guillemot**, avocat conseil, responsable Financements structurés, CMS Francis Lefebvre Avocats
- **Marine Keeper**, *Head of Corporates Financing - Legal department*, Natixis
- **Pauline Larroque**, avocat en produits dérivés, CMS Francis Lefebvre Avocats
- **Marc-Etienne Sébire**, avocat associé, responsable Marchés de capitaux, CMS Francis Lefebvre Avocats

III. Table ronde : problématiques et premières réponses pratiques sur les marchés des prêts, des emprunts obligataires et des produits dérivés

➤ **La perspective de la disparition des IBOR**

III. Table ronde : problématiques et premières réponses pratiques sur les marchés des prêts, des emprunts obligataires et des produits dérivés

➤ **La gestion des contrats en cours**

III. Table ronde : problématiques et premières réponses pratiques sur les marchés des prêts, des emprunts obligataires et des produits dérivés

➤ **Les nouvelles solutions contractuelles**

Questions



Merci pour votre attention !

CMS Francis Lefebvre Avocats, entité opérant sous la forme d'une société d'exercice libéral à forme anonyme (S.E.L.A.F.A.), est membre du groupement européen d'intérêt économique CMS Legal Services EEIG (CMS EEIG), qui coordonne un ensemble de cabinets d'avocats indépendants. CMS EEIG n'assure aucun service auprès de la clientèle. Seuls les cabinets d'avocats membres offrent des prestations de services dans leurs ressorts géographiques respectifs. CMS EEIG et chacun des cabinets d'avocats qui en est membre, sont des entités juridiques distinctes dont aucune n'a autorité pour engager les autres. CMS EEIG et chacun des cabinets d'avocats membres sont responsables de leurs propres actes ou manquements et non de ceux des autres membres du groupement. L'utilisation de la marque « CMS » et du terme « cabinet » désigne certains ou la totalité des cabinets d'avocats membres, ou encore leurs bureaux. Consulter le site Internet cms.law/fl pour obtenir des informations complémentaires.

Implantations CMS : Aberdeen, Alger, Amsterdam, Anvers, Barcelone, Belgrade, Berlin, Bogota, Bratislava, Bristol, Bruxelles, Bucarest, Budapest, Casablanca, Cologne, Dubaï, Düsseldorf, Édimbourg, Francfort, Funchal, Genève, Glasgow, Hambourg, Hong Kong, Istanbul, Kiev, Leipzig, Lima, Lisbonne, Ljubljana, Londres, Luanda, Luxembourg, Lyon, Madrid, Manchester, Mexico, Milan, Monaco, Moscou, Munich, Muscat, Paris, Pékin, Podgorica, Poznań, Prague, Reading, Rio de Janeiro, Riyad, Rome, Santiago du Chili, Sarajevo, Séville, Shanghai, Sheffield, Singapour, Skopje, Sofia, Strasbourg, Stuttgart, Tirana, Utrecht, Varsovie, Vienne, Zagreb et Zurich.

cms.law/fl
