

Les indices de référence en point de mire des initiatives internationales de réglementation

Entre 2005 et 2009, la manipulation des taux d'intérêt de référence Libor et Euribor ont miné la confiance dans les indices de référence («benchmarks»). Un soupçon du même ordre a pesé sur les taux de change de même que sur le cours de l'argent et de l'or, ce qui a renforcé les inquiétudes. Il fallait à la fois rétablir l'intégrité des indices de référence et promouvoir leur diversité. C'est ainsi que des initiatives réglementaires ont été prises au niveau international. Elles auront des répercussions sur la place financière suisse.



Le rapport Wheatley, présenté par l'autorité britannique des marchés financiers, devait restaurer la confiance dans les indices de référence après le scandale du Libor.

Photo: Keystone



Franziska Löw
Vice-directrice de la section Monnaie et stabilité financière, Secrétaire d'État aux questions financières internationales SFI



Cristina Crameri
Section Monnaie et stabilité financière, Secrétaire d'État aux questions financières internationales SFI

Pendant des années, les banques ont influencé et manipulé en leur faveur et au détriment d'autres établissements financiers, entreprises et investisseurs des taux de référence tels que le «London Interbank Offered Rate» (Libor) et l'«Euro Interbank Offered Rate» (Euribor). On peut se faire une idée de l'ampleur du scandale à travers le montant des amendes prononcées par les diverses autorités de surveillance et commissions de la concurrence. Ainsi, en décembre 2013, la commission de la concurrence de l'Union européenne (UE) a condamné Deutsche Bank, Royal Bank of Scotland, Société Générale, Citigroup, JPMorgan Chase et RP Martin à une amende record de 1,71 milliard d'euros. En raison de leur coopération à l'enquête, Barclays et UBS ont échappé à des amendes respectives de 690 millions et de 2,5 milliards d'euros. Auparavant, ces deux banques avaient accepté des compromis portant sur des dizaines ou même des centaines de millions avec notamment l'autorité britannique des marchés financiers¹, le ministère américain de la justice et l'organe américain de surveillance des dérivés («Commodity Futures Trading Commission», CFTC).

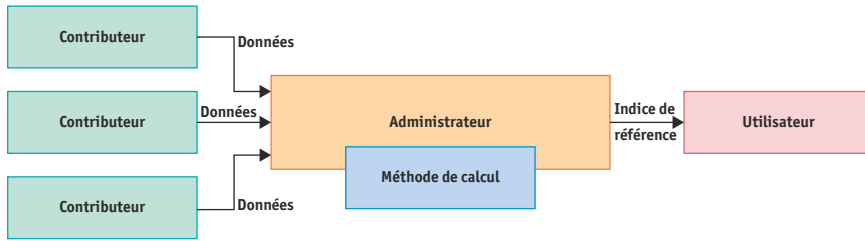
Dans le sillage de l'affaire du Libor, des manipulations des marchés ont également été suspectées pour d'autres types d'indices de référence. À l'heure actuelle, diverses autorités de surveillance et de concurrence enquêtent sur les méthodes appliquées par des établissements financiers internationaux pour déterminer les taux d'intérêt appliqués aux swaps et au change ainsi que le prix de l'or, de l'argent et du pétrole. Il existe un soupçon d'opérations d'initiés, voire d'ententes. De même, l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (Finma), en étroite coordination avec des autorités étrangères, a ouvert en octobre 2013 une enquête visant plusieurs établissements financiers suisses en raison d'éventuelles manipulations portant sur le cours de monnaies étrangères.

Les indices de référence et leur vulnérabilité aux manipulations

Les indices de référence sont des prix, des estimations, des cours ou des valeurs qui servent de repères à des instruments (p. ex. dérivés) ou des contrats financiers (p. ex. prêts) afin de:

Graphique 1

Processus de détermination d'un indice de référence



Explication: les contributeurs (par exemple: établissements de crédit, négociants en matières premières, assureurs ou autres entreprises) fournissent des données concernant le marché en question. Sur cette base, l'administrateur détermine l'indice de référence à l'aide d'une formule ou d'une méthode de calcul. Cet indice sert de référence aux utilisateurs (par exemple: émetteurs, propriétaires d'un instrument financier ou parties à un contrat financier).

Source: Löw, Cramer / La Vie économique

- déterminer le taux d'intérêt à payer;
- déterminer le prix auquel un instrument financier est acheté, vendu ou négocié;
- mesurer la performance d'un instrument financier ou d'un portefeuille.

L'intégrité d'un indice de référence est décisive pour déterminer correctement le prix des instruments et des contrats financiers. Elle est indispensable au bon fonctionnement du marché financier. Si un indice est manipulé, l'investisseur ou le partenaire contractuel (ex.: le preneur de crédit en cas d'hypothèque) peut subir des pertes considérables, puisque le prix de l'instrument financier ou le montant du taux de crédit est calculé à son détriment. Les manipulations émettent aussi des signaux trompeurs sur l'état du marché sous-jacent, ce qui fausse l'économie réelle et les risques économiques. Les doutes et les réserves qui entachent la fiabilité d'un indice de référence peuvent ébranler la confiance dans le marché.

S'il n'existe pas de mécanismes adéquats de gouvernance et de contrôle, les indices de référence sont susceptibles d'être manipulés dès lors que des conflits d'intérêts ou l'exercice d'appréciations discrétionnaires interviennent dans leur élaboration. Un conflit d'intérêts peut survenir lorsqu'une banque fournit les données servant à établir un taux de référence et se base simultanément sur ce dernier pour la tarification des contrats financiers. L'absence de normes de comportement générales et la transparence insuffisante des indices de référence qui ne se basent pas sur les données d'un marché réglementé (p. ex.: un marché interbancaire, négoce de matières premières) peuvent notamment accroître le risque de manipulations.

Des initiatives pour renforcer les indices de référence

Pour rétablir la confiance dans la fiabilité des indices de référence et réduire leur vulnérabilité aux manipulations, de nombreuses

initiatives réglementaires ont été entreprises. Une première réponse politique au scandale du Libor est venue de l'autorité britannique des marchés financiers, qui a présenté en septembre 2012 le rapport Wheatley². Celui-ci propose notamment de transférer la responsabilité de la détermination des taux et des limitations imposées à certaines devises et durées à une nouvelle instance indépendante. S'appuyant sur les directives régulatrices, les taux Libor doivent être soumis à surveillance par un organisme habilité à poursuivre pénalement les infractions.

Au printemps 2013, le G20³ a reconnu la nécessité d'agir et a chargé le Conseil de stabilité financière (CSF)⁴ d'encourager les initiatives visant à réglementer les indices de référence. Il lui a aussi demandé d'assumer une fonction de coordination dans la mise en œuvre des mesures relatives notamment aux taux d'intérêt de référence. Les régulateurs concentrent leurs efforts sur le processus de détermination des indices de référence et sur la manière de les renforcer, notamment grâce aux mesures suivantes:

- amélioration de la gouvernance et du contrôle (p. ex. création d'une fonction de supervision, mesures destinées à éviter les conflits d'intérêts);
- amélioration de la qualité des données (p. ex. au moyen de panels représentatifs);
- amélioration de la qualité méthodologique (p. ex. par la divulgation de la formule de calcul);
- introduction de reddition de comptes (p. ex. obligations de documentation, audits).

Comme le souligne notamment le rapport publié en mars 2013 par la Banque des règlements internationaux (BRI)⁵, outre le renforcement de la solidité des indices de référence, la promotion de leur diversité joue un rôle central⁶. En raison des modifications apportées à la structure des marchés monétaires (p. ex. assistance sur la garantie de financement) et des marchés à terme (p. ex. passage à une compensation centrale), un besoin supplémentaire en indices de référence a émergé. Par conséquent, les participants aux marchés financiers doivent pouvoir utiliser dans les contrats financiers un indice de référence qui représente vraiment le marché sous-jacent et reflète donc les véritables risques économiques.

Une base solide: les principes de l'OICV

En juillet 2013, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV)⁷ a adopté des principes applicables aux indices de référence financiers (principes de l'OICV)⁸. Il s'agit des premiers principes exhaustifs dans ce domaine. En août 2013, le CSF a admis que

Encadré 1

Exemples d'indices de référence

- Taux d'intérêt: Libor, Euribor, Tibor, Tois Fixing.
- Détermination du prix: Argus Sour Crude Index (négoce des matières premières), IS-DAFix (dérivés), London Fix (commerce des devises).
- Performance: SMI, Eurostoxx 50.

1 Les amendes ont été imposées par la «Financial Service Authority» (FSA), l'agence qui a précédé l'Autorité de conduite financière (FCA).
 2 FSA, *The Wheatley Review of Libor: Final Report*, 28 septembre 2012.
 3 Le groupe des vingt plus importants pays industrialisés et émergents (G20) réunit dans un cadre informel 19 États et l'Union européenne. Il existe depuis 1999.
 4 Le Conseil de stabilité financière (CSF) est un organe international siégeant auprès de la Banque des règlements internationaux (BRI) à Bâle. Il surveille le système financier mondial et coordonne les travaux de ses États membres et des organismes internationaux en ce qui concerne la réglementation et la surveillance des marchés financiers. La Suisse est représentée au sein du CSF par le Département fédéral des finances et la Banque nationale.
 5 Considérée comme la «banque des banques centrales», la BRI joue un rôle clé dans la coopération entre les banques centrales et d'autres institutions du domaine financier.
 6 BRI, *Towards Better Reference Rate Practices: A Central Bank Perspective*, 18 mars 2013.
 7 L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) a été fondée en 1983 en tant qu'association internationale des autorités de surveillance boursière. Son but est d'encourager l'uniformité des normes mondiales d'admission des bourses et des titres. La Suisse, aujourd'hui représentée par la Finma, est membre ordinaire de l'OICV depuis 1996.

les principes de l'OICV deviennent une norme de réglementation, et le G20 a fait de même en septembre 2013.

Ces principes ne s'adressent qu'aux administrateurs d'indices de référence. Ceux-ci assument la responsabilité principale du processus de détermination de l'indice. L'OICV les incite à appliquer ses principes dans la pratique du marché et à adapter leurs processus internes en conséquence. Elle recommande de même à ses membres d'examiner des mesures réglementaires.

Au vu de la vaste gamme d'indices de référence, l'OICV n'ignore pas que ses principes ne peuvent s'appliquer de la même manière à tous: les indices ont des particularités – comme les sources du marché sous-jacent – dont il convient de tenir compte. Bien que les principes de l'OICV reposent sur des attentes identiques, il n'existe pas de méthode unique applicable à tous les cas. À cet égard, l'importance de l'indice sur le marché et sa vulnérabilité aux manipulations servent de références. D'ici fin 2014, l'OICV évaluera dans quelle mesure les administrateurs ont appliqué ses principes et établira un rapport à ce sujet.

Un nouveau règlement de la Commission européenne pour les indices de référence

En septembre 2013, la Commission européenne a adopté une proposition de règlement concernant les indices utilisés dans le cadre d'instruments et de contrats financiers⁸. Les principes de l'OICV lui semblent trop souples en matière de champ d'application, de mise en œuvre et sur d'autres points particuliers. Des divergences d'approches d'un pays à l'autre pourraient entraîner un morcellement du marché intérieur et des conditions de concurrence inégales. C'est pourquoi la Commission européenne veut rétablir l'intégrité des indices de référence dans l'ensemble de l'UE au moyen d'un cadre harmonisé.

Ce projet de règlement contient des règles de comportement pour ceux qui participent au processus de détermination des indices de référence. Il prévoit aussi une condition d'agrément pour les administrateurs et les soumet – et donc, avec eux, tout le processus de détermination des indices de référence – à la surveillance de l'autorité nationale compétente. Des exigences sont également imposées aux contributeurs et aux utilisateurs qui, par exemple en qualité d'établissements financiers, font déjà l'objet d'une réglementation et d'une surveillance. Par ailleurs, l'administrateur doit convenir avec les contributeurs d'un code de conduite pour les indices de référence qui ne se basent pas sur les données d'un marché réglementé et signaler tout soupçon de manipulation aux autorités compétentes. À la

différence des principes de l'OICV, le projet de règlement de l'UE s'applique à tous les indices de référence utilisés comme base d'achat ou pour l'évaluation de la performance d'instruments et de contrats financiers.

L'UE prévoit de créer un régime d'États tiers pour garantir l'existence dans ces derniers d'une réglementation équivalente pour les indices de référence. D'une part, les banques centrales des pays tiers qui fournissent également des indices de référence à l'UE doivent, selon ce régime, disposer d'une décision d'équivalence de la Commission européenne reconnaissant que leurs indices sont soumis à des normes comparables. D'autre part, les indices de référence émanant de pays tiers ne peuvent être mis à disposition dans l'UE que si le cadre juridique et les pratiques de surveillance du pays tiers concerné ont été préalablement reconnus comme équivalents par la Commission européenne et qu'un accord de coopération a été conclu entre les autorités de surveillance compétentes.

Le Conseil et le Parlement européens discutent actuellement de ce règlement. S'il était adopté dans le courant de 2014, ce qui n'est pas encore établi à l'heure actuelle, il pourrait entrer en vigueur en 2015.

Quelle est l'approche judiciaire?

En raison de l'importance générale des indices de référence pour les instruments et les contrats financiers, la Suisse profite elle aussi des travaux internationaux entrepris pour renforcer leur intégrité et leur fiabilité. Les récentes évolutions ainsi que les répercussions possible d'une réglementation de l'UE concernent également la Suisse, qui devra examiner si des mesures au niveau national sont nécessaires.

La diversité des indices de référence plaide fondamentalement pour que les régulateurs nationaux disposent, conformément à l'approche des principes de l'OICV soutenus par le CSF et le G20, de la flexibilité leur permettant d'adopter, pour les indices pertinents, des règles spécifiques et adaptées aux réalités nationales. Une approche judiciaire consisterait à se concentrer sur les processus de détermination et sur celui qui en est responsable, soit l'administrateur. Ce sont, toutefois, les participants au marché qui doivent continuer d'assumer la responsabilité du développement de nouvelles solutions et procédures concernant les indices de référence importants. De même, une réglementation ne devrait pas avoir pour effet de rendre ces indices moins évocateurs et précis en raison de contributeurs qui renoncent à fournir les données dont ils disposent. ■

Encadré 2

Répercussion des initiatives en matière de réglementation sur la Suisse

La Suisse est concernée à plusieurs égards par l'évolution multilatérale et par les projets de réglementation de l'UE. Tout d'abord, les indices de référence jouent un rôle central non seulement dans les contrats financiers avec les participants suisses aux marchés financiers et avec les entreprises de négoce de matières premières implantées sur son sol, mais aussi dans l'application de la politique monétaire de la BNS. Ensuite, la Suisse administre également des indices de référence qui sont importants sur le plan international (par exemple l'Eurostoxx 50 ou le Tois Fixing). Enfin, les entreprises helvétiques sont potentiellement touchées de manière indirecte en leur qualité de contributrices, puisque les initiatives en matière de réglementation comportent des exigences relatives à la qualité des données. Outre les établissements financiers actifs à l'échelle mondiale, les entreprises de négoce de matières premières implantées en Suisse pourraient donc être touchées.

⁸ OICV, *Principles for Financial Benchmarks – Final Report*, 17 juillet 2013.

⁹ Commission européenne, *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 – COM/2013/0641 final, 2013/0314 (COD)*, 18 septembre 2013.