

Bruxelles, le 18.9.2013
SWD(2013) 337 final

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**

{ COM(2013) 641 final }
{ SWD(2013) 336 final }

1. INTRODUCTION

Un indice est une mesure statistique, généralement d'un prix ou d'une quantité, calculée à partir d'un ensemble représentatif de données sous-jacentes. Si cet indice est ensuite utilisé en tant que cours de référence pour un instrument ou un contrat financier, il devient un indice de référence. Un large éventail d'indices de référence est actuellement produit. Ces indices de référence diffèrent en ce qui concerne non seulement les données sous-jacentes utilisées, mais également les méthodes employées pour recueillir les données, le calcul de l'indice et sa finalité.

L'industrie des indices de référence génère environ deux milliards d'euros de recettes pour les administrateurs d'indices de référence financiers et d'indices de référence des matières premières dans le monde entier. Selon les estimations, les marchés concernés pourraient dépasser le million de milliards d'euros. La récente manipulation présumée du Libor et de l'Euribor, des indices de référence liés aux taux d'intérêt, a mis en lumière aussi bien l'importance des indices de référence que leur vulnérabilité. L'intégrité de ces indices est essentielle pour déterminer le prix de nombreux instruments financiers, comme les contrats d'échange de taux d'intérêt et les contrats de taux à terme, ainsi que de certains contrats commerciaux ou autres (contrats de fourniture, prêts et hypothèques). Ces indices jouent aussi un rôle déterminant dans la gestion des risques.

L'intégrité des indices de référence était l'objectif central du rapport Wheatley sur le LIBOR et des mesures de réglementation du LIBOR qui ont suivi au Royaume-Uni, ainsi que de la réglementation relative au CIBOR adoptée au Danemark. L'ABE et l'ESMA ont quant à elles publié le 6 juin 2013 des principes relatifs aux processus d'établissement des indices de référence en Europe, afin de fournir des indications aux participants dans l'intervalle précédant l'entrée en vigueur d'une éventuelle initiative de la Commission. L'ABE a également procédé à un réexamen de l'Euribor et adressé des recommandations à l'association Euribor-EBF en janvier 2013. En outre, la Commission européenne enquête actuellement sur une éventuelle entente en relation avec l'Euribor et sur une possible collusion entre des contributeurs de données destinées à l'évaluation des prix du pétrole et des biocarburants par certaines agences de suivi des prix (*price reporting agencies* ou PRA) des matières premières.

Ces mesures internationales de réforme des indices de référence sont coordonnées par le CSF. C'est à sa demande que l'OICV a publié en juillet 2013 des principes régissant les indices de référence (*Principles for Financial Benchmarks*). L'OICV avait déjà publié en octobre 2012 des principes applicables à la supervision des agences de suivi des prix du pétrole (*Principles on the oversight of oil price reporting agencies*). D'autres travaux sont en cours au niveau du Conseil de stabilité financière, du G20 et de la BRI.

2. DEFINITION DU PROBLEME

2.1 Risque de manipulation des indices de référence

Les indices de référence influent directement sur la valeur des instruments et autres contrats financiers qui se basent sur eux. La manipulation de la valeur d'un indice de référence entraîne donc un transfert direct d'argent entre parties contractantes. Le risque de manipulation observé pour de nombreux indices de référence est essentiellement le résultat des **pouvoirs discrétionnaires** exercés par ceux qui soumettent des données, lorsqu'ils sélectionnent les données à soumettre au calculateur ou évaluent les données soumises, ainsi que des pouvoirs discrétionnaires exercés par les administrateurs lors du calcul des indices. Certains indices de référence reposent exclusivement sur les évaluations des contributeurs, et il est rarement possible de les vérifier a posteriori en les comparant aux données réelles. Le fournisseur peut ne pas être en mesure de vérifier si les données soumises sont représentatives et exerce son pouvoir discrétionnaire lorsqu'il évalue ou calcule l'indice de référence sur la base de ces données.

En outre, les contributeurs peuvent choisir de ne soumettre qu'une partie de leurs données, ce qui compromet l'exactitude de l'indice. Ils peuvent aussi être réticents à fournir des données exactes ou complètes aux administrateurs d'indices, si cela entre en **conflit avec d'autres intérêts**, tels que la protection de données commerciales sensibles ou confidentielles ou d'informations pouvant être exploitées par les autres acteurs du marché. Il y a notamment conflit d'intérêts lorsque les contributeurs ou les administrateurs sont aussi utilisateurs de l'indice. Les contributeurs peuvent soumettre des estimations factices ou des données fausses ou partielles, qui ne reflètent pas nécessairement la situation réelle du marché, lorsqu'ils peuvent tirer profit d'une modification de l'indice.

Lorsqu'un indice est publié, son utilisation peut devenir tellement répandue qu'il prendra une importance critique ou, dans le meilleur des cas, que la moindre de ses défaillances aura de fortes répercussions sur les marchés et les investisseurs. Enfin, la plupart des autorités ne disposent pas de compétences de surveillance et d'exécution vis-à-vis des processus d'établissement des indices et des acteurs concernés, ce qui les empêche de contrôler efficacement ces indices et d'imposer le respect d'un minimum de normes dans le cadre de leur fourniture.

2.2. Utilisation d'indices de référence qui ne sont pas solides, fiables ou adaptés à l'usage prévu

L'utilisation d'un indice de référence qui n'est pas solide et qui risque de faire l'objet de manipulations peut nuire aux investisseurs ou à d'autres utilisateurs. Les utilisateurs les plus avertis, comme les banques et les autres grands acteurs du marché, peuvent avoir une bonne compréhension des risques liés au manque de solidité des indices de référence et absorber ces risques ou prendre les mesures d'atténuation appropriées. Les consommateurs de détail, en revanche, peuvent ne pas être parfaitement informés de la nature de l'indice sur lequel se base le contrat financier qu'ils souscrivent et n'avoir aucune possibilité de choix quant à l'indice utilisé.

Le problème du recours à des indices qui ne sont pas solides, fiables ou adaptés tient surtout au fait que leur finalité n'est pas claire et qu'ils ne sont pas en adéquation avec l'objectif visé, notamment dans le cadre de contrats financiers de détail.

Les indices de référence servent d'instrument de mesure pour un marché donné ou une réalité économique précise. Or, dans bien des cas, on constate un manque de transparence quant à l'objet exact que l'indice est censé mesurer, aux circonstances dans lesquelles la mesure qu'il fournit est fiable et aux autres risques liés à son utilisation. Dans ces conditions, les utilisateurs risquent de ne pas pouvoir choisir en connaissance de cause l'indice de référence à utiliser. Les décisions économiques reposent alors sur des valeurs faussées, ce qui se traduit par une allocation sub-optimale des actifs et par des pertes potentielles pour les investisseurs et les consommateurs.

Il arrive souvent que des indices de référence soient utilisés pour des contrats conclus avec des particuliers, sans que leur adéquation aux besoins ait fait l'objet d'une évaluation suffisante ou appropriée. Même les indices de référence qui mesurent correctement la réalité économique dont ils sont censés rendre compte peuvent avoir un impact négatif s'ils sont utilisés à d'autres fins. Le problème vient d'un manque de compréhension de la part des personnes qui souscrivent les contrats, surtout lorsqu'il s'agit de petits investisseurs ou de simples consommateurs. Souvent, les marchés utiliseront un indice donné non pas en fonction de son adéquation aux besoins, mais simplement parce que des effets de réseau font de lui l'unité de mesure employée d'office. De même, il peut arriver, lorsque le pouvoir de négociation n'est pas égal de part et d'autre, ou du fait de clauses standard, que l'une des parties se voie imposer un indice de référence inapproprié. D'importants conflits d'intérêts peuvent aussi exister lorsque des indices stratégiques à usage interne sont produits ou utilisés par des gestionnaires de fonds ayant des intérêts directs dans la performance de ces fonds.

3. SUBSIDIARITE ET PROPORTIONNALITE

Si certains indices de référence sont nationaux, le secteur des indices de référence dans son ensemble est international, tant au niveau de la production que de l'utilisation de ces derniers. Pour les indices de référence largement utilisés ou produits dans plusieurs États membres, les initiatives nationales peuvent entraîner un morcellement du marché intérieur et faciliter l'arbitrage réglementaire, la production d'un indice pouvant aisément se déplacer d'un État membre à un autre. En revanche, une initiative de l'UE contribuerait à renforcer le marché unique, en créant un cadre commun pour l'utilisation d'indices de référence fiables et adaptés dans tous les États membres. L'intervention de l'UE est donc conforme au principe de subsidiarité.

Le principe de proportionnalité exige que toute intervention soit ciblée et n'aille pas au-delà de ce qui est nécessaire pour atteindre les objectifs poursuivis. Ce principe a guidé le processus de définition des diverses options, ainsi que l'analyse et la comparaison de ces options et de leur champ d'application. Ce résultat a été obtenu de deux façons: premièrement, en ne visant que les indices de référence dont la manipulation aurait un

impact économique direct et certain, et deuxièmement, en définissant des mesures qui, par leur nature même, ne posaient pas de problème de proportionnalité ou, lorsque des mesures risquaient d'entraîner une charge excessive, en les calibrant de manière proportionnée.

4. CHAMP D'APPLICATION

Le champ d'application de la proposition a été déterminé en fonction des problèmes décrits ci-dessus, de manière à leur apporter une solution efficace, efficiente et proportionnée. Il a été défini en deux temps: d'abord en répertoriant les indices de référence visés (indices «cibles»), puis les activités liées à ces indices cibles qui devraient relever du règlement.

Premièrement, tous les indices publiés qui servent à déterminer le prix d'un instrument ou d'un contrat financier, ou à mesurer les performances d'un fonds d'investissement, sont couverts, car il s'agit des indices de référence dont la manipulation peut entraîner une perte financière et qui sont les plus susceptibles de poser les problèmes évoqués ci-dessus.

Deuxièmement, tous les administrateurs d'indices de référence établis dans l'Union qui produisent ce type d'indices sont visés, car ils sont confrontés à tous les problèmes décrits ci-dessus. Les banques centrales sont exemptées de l'application du règlement, dans la mesure où leurs indices présentent déjà un haut niveau d'intégrité et où elles font l'objet d'un contrôle des pouvoirs publics. Les contributeurs basés dans l'Union sont également confrontés à ces problèmes, mais, selon l'analyse, il n'est pas proportionné de viser d'autres contributeurs que ceux qui relèvent déjà de la réglementation financière de l'UE. Ceci s'explique notamment par le fait qu'au vu des contraintes de mise en conformité, les contributeurs qui ne sont pas actuellement soumis à cette réglementation pourraient cesser toute contribution, et qu'en tout état de cause, ils ne pourraient pas être efficacement surveillés par les instances de réglementation financière.

5. OBJECTIFS

Le tableau ci-dessous donne un aperçu des objectifs généraux, spécifiques et opérationnels de la présente initiative à la lumière de l'analyse des risques et des problèmes décrits ci-dessus:

Objectifs généraux	Objectifs spécifiques	Objectifs opérationnels	Objectifs mesurables
1) Rétablir la confiance dans les marchés financiers 2) Améliorer l'intégrité et l'équité des marchés; veiller à ce que les marchés financiers soient au service de l'économie réelle 3) Assurer la protection des consommateurs et des investisseurs	Assurer l'intégrité des indices de référence: 1. Réduire les risques de manipulation 2) Assurer l'utilisation appropriée d'indices de référence solides et fiables	1) Limiter les incitations à manipuler les indices de référence et les possibilités de le faire 2) Réduire les pouvoirs discrétionnaires en faisant en sorte que les indices de référence se fondent sur des données suffisantes et représentatives 3) Imposer des dispositifs de gouvernance et de contrôle solides qui préviennent les risques 4) Améliorer la transparence et promouvoir l'utilisation d'indices de référence adaptés 5) Garantir une surveillance et une supervision efficaces	1) Réduire le nombre d'indices de référence pouvant faire l'objet de manipulations 2) Accroître le nombre d'indices de référence fondés sur des données suffisantes et représentatives 3) Réduire le nombre de constats portant sur des dispositifs de gouvernance et de contrôle inadéquats 4) Obtenir une augmentation du nombre de déclarations relatives à la finalité des indices et d'évaluations de l'adéquation aux besoins dans le cas de contrats de détail 5) Réduire le nombre des cas de manipulation d'indices

6. OPTIONS STRATEGIQUES ET ANALYSE D'IMPACT

Les différentes options stratégiques ont été examinées du point de vue de leur efficacité et de leur efficacité en tant que moyens d'atteindre les six objectifs opérationnels.

6.1. Limiter les incitations à manipuler les indices de référence et les possibilités de le faire :

Options stratégiques
1 Statu quo
2 Gestion et déclaration des conflits d'intérêts
3 Séparation structurelle

L'option 2 est la piste privilégiée: la séparation structurelle permet effectivement de limiter les possibilités de manipulation, mais elle serait disproportionnée dans de nombreux cas, car elle pourrait décourager la fourniture d'indices de référence et entraîner la disparition de certains d'entre eux. L'obligation de gérer et de déclarer les conflits d'intérêts est une incitation, pour les responsables des calculs ou de la soumission des données nécessaires à l'élaboration d'indices, à agir de manière objective. Cette mesure encourage donc à soumettre des données exactes et à faire preuve d'honnêteté dans le processus de validation des données.

6.2. Réduire au minimum les pouvoirs discrétionnaires; faire en sorte que les indices de référence reposent sur des données suffisantes et représentatives:

Options stratégiques
1 Statu quo
2 Exiger l'utilisation de données de transaction, si elles sont disponibles et fiables, ou, à défaut, l'exercice motivé et vérifiable de pouvoirs discrétionnaires
3 Imposer l'utilisation de données de transaction, uniquement si nécessaire
4 Rendre obligatoire la contribution aux indices de référence d'importance critique

Les options 2 et 4 sont les pistes privilégiées: le fait de prévoir que la priorité doit aller aux données de transaction représentatives et que l'utilisation d'autres données doit être vérifiable est un moyen d'obtenir que les taux et les contributions des indices de référence soient fondés sur des données suffisantes et représentatives et que les pouvoirs discrétionnaires soient justifiés, motivés et exercés comme il se doit. La fiabilité des indices de référence et la transparence du processus s'en trouvent accrues. Le pouvoir d'imposer des contributions pour les indices de référence d'importance critique assure la continuité de ces derniers lorsque des contributeurs risquent de mettre un terme à leur contribution. Il offre aussi la garantie que ces indices reposent sur un échantillon suffisant de données de marché, notamment lors de périodes de tension sur les marchés, durant lesquelles les contributeurs risquent d'être réticents à soumettre des données ou des estimations pour le calcul d'indices.

6.3. Imposer des dispositifs de gouvernance et de contrôle solides qui préviennent les risques:

Options stratégiques
1 Statu quo
2 Émission par les autorités de surveillance de lignes directrices du type «se conformer ou s'expliquer»
3 Imposer des systèmes de gestion adéquats et des contrôles efficaces

L'option 3 est la piste privilégiée: compte tenu des conflits d'intérêts inhérents à la contribution au calcul d'indices et à ces calculs mêmes, des principes du type «se conformer ou s'expliquer» ne permettraient probablement pas d'obtenir les résultats souhaités. L'obligation de prévoir des systèmes de gestion adéquats et des contrôles efficaces est un moyen d'imposer une gouvernance solide et la réalisation des contrôles nécessaires pour remédier aux lacunes constatées dans la fourniture d'indices de référence et dans l'activité des contributeurs.

6.4. Améliorer la transparence et garantir l'utilisation d'indices de référence solides et fiables :

Options stratégiques
1 Statu quo
2 Exiger la transparence de la méthode, des données sous-jacentes, du processus et de la finalité, en autorisant une déclaration différée ou partielle des données sous-jacentes lorsqu'elle est justifiée
3 Évaluation du caractère approprié de l'utilisation d'indices de référence pour les contrats de vente au détail
4 Notification obligatoire de l'utilisation d'indices de référence

Les options 2 et 3 sont les pistes privilégiées: la transparence des données et de la méthode permettrait aux organismes de réglementation comme au public de s'assurer de l'exactitude et de la fiabilité des indices. Ayant accès aux données et à la méthode, les investisseurs et les organismes de réglementation pourraient reproduire ou tester rétroactivement un indice de référence afin d'en vérifier l'exactitude. La transparence totale sur l'objet mesuré par l'indice et sur les modalités d'utilisation et les lacunes de ce dernier permettrait aux organismes de réglementation et au public d'être pleinement informés de la réalité économique dont l'indice est censé rendre compte et de ses éventuelles insuffisances en la matière. Une publication différée ou partielle serait autorisée si une publication immédiate et intégrale devait avoir des conséquences néfastes pour les contributeurs ou nuire à la fiabilité ou à l'intégrité de l'indice. Une publication différée ne serait autorisée que dans la mesure où elle limite sensiblement ces conséquences. Une entité réglementée, par exemple une banque, qui aurait l'intention de conclure avec un consommateur un contrat financier dont les paiements sont indexés sur un indice devrait s'assurer que cet indice est adapté à cet usage et, si tel n'est pas le cas, en avertir le consommateur.

6.5. Assurer une surveillance efficace des indices de référence:

Options stratégiques
1 Statu quo
2 Fourniture privée d'indices de référence, supervision privée indépendante
3 Fourniture privée d'indices de référence, caractère public de la surveillance et des pouvoirs d'exécution
4 Fourniture publique des indices de référence d'importance critique

L'option 3 est à privilégier: la fourniture publique d'indices de référence peut entraver l'innovation et peut également faire l'objet de conflits d'intérêts. Une supervision privée peut aussi faire l'objet de conflits d'intérêts. Réglementer la fourniture d'indices de référence offre la garantie de voir la surveillance des administrateurs s'exercer au niveau le plus élevé possible. Les autorités disposeraient ainsi d'un outil leur permettant d'imposer le respect des textes et de responsabiliser les administrateurs et les

contributeurs. L'indépendance des autorités de surveillance serait garantie, puisqu'il s'agirait d'autorités publiques, tandis que la liberté de choix propre au marché, l'innovation et la compétitivité seraient préservées, puisque la fourniture d'indices de référence resterait une activité privée.

La surveillance des administrateurs serait assurée par les autorités nationales de surveillance, sous la coordination de l'ESMA. La surveillance des indices de référence d'importance critique serait obligatoirement confiée à un collège d'autorités nationales de surveillance. L'ESMA ferait partie des collèges d'autorités de surveillance des indices de référence d'importance critique et y exercerait, si nécessaire, une fonction de médiation à caractère contraignant. La surveillance des contributeurs continuerait d'être assurée par les autorités de surveillance dont ils relèvent actuellement.

7. INCIDENCES DES PISTES PRIVILEGIEES

Le tableau ci-dessous résume les options stratégiques retenues

Objectif opérationnel	Options stratégiques privilégiées
Limitier les incitations à manipuler les indices de référence et les possibilités de le faire	Gérer et déclarer les conflits d'intérêts
Garantir l'utilisation de données suffisantes et réduire à un minimum les pouvoirs discrétionnaires	Imposer l'utilisation de données de transaction, si elles sont disponibles et fiables, ou, à défaut, l'exercice motivé et vérifiable de pouvoirs discrétionnaires
	Imposer l'obligation de contribuer à l'élaboration d'indices de référence d'importance critique, uniquement si nécessaire
Imposer des dispositifs de gouvernance et de contrôle solides qui préviennent les risques	Imposer des systèmes de gestion adéquats et des contrôles efficaces
Améliorer la transparence et garantir l'utilisation d'indices de référence solides, fiables et adaptés à l'usage prévu	Exiger la transparence de la méthode, des données sous-jacentes, du processus et de la finalité, en autorisant une déclaration différée ou partielle des données sous-jacentes lorsqu'elle est justifiée
	Évaluation du caractère approprié de l'utilisation d'indices de référence pour les contrats de détail
Garantir une surveillance et une supervision efficaces	Fourniture privée d'indices de référence, surveillance et compétences d'exécution publiques

L'objectif principal de la présente initiative est d'améliorer la solidité et l'intégrité des indices de référence européens en réduisant le risque de manipulation de ces indices. Elle

contribuera ainsi à renforcer l'intégrité et l'équité des marchés et à rétablir la confiance dans les marchés financiers. La présente initiative vise également à assurer l'utilisation appropriée d'indices de référence solides et fiables, ce qui permettra d'améliorer la protection des consommateurs et des investisseurs et de garantir que les marchés financiers sont au service de l'économie réelle.

8. SUIVI ET EVALUATION

L'évaluation des effets de l'application de la mesure législative pourrait intervenir trois ans après son entrée en vigueur, dans le cadre d'un rapport au Conseil et au Parlement sur l'efficacité de cette initiative législative et l'opportunité de son approche sectorielle.