



Haut Comité Juridique
de la Place financière de Paris

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

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

Le 31 janvier 2020



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

INTRODUCTION

1- Le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris s'est précédemment saisi des questions d'ordre juridique soulevées par les modifications des principaux indices de référence que sont le LIBOR, l'EURIBOR et l'EONIA dans le cadre notamment du règlement (UE) n° 2016/1011 du 8 juin 2016 (« **le Règlement Benchmark** »). Le 20 juillet 2018, le HCJP a publié un premier rapport rédigé par un groupe de travail composé de juristes de banque, de Professeur de droit, d'avocats, de membres du HCJP et de représentants des Autorités constitué pour étudier ces questions.

2- Ce rapport faisait le point sur les aspects juridiques de la transition et contenait un certain nombre de recommandations formulées à l'attention des acteurs du marché et à l'attention des autorités et des administrateurs des indices de référence précités. Le rapport précédent avait identifié un certain nombre de problématiques liées à la transition des indices de référence de taux interbancaires vers de nouveaux indices s'agissant notamment de l'exécution des contrats en cours au moment de la transition ⁽¹⁾. Le rapport mentionnait en effet que la disparition ou la modification substantielle d'un indice pourrait rendre impossible le calcul des flux de paiement sans modification du contrat, impacter de manière significative l'économie des contrats et leur valeur ou encore créer des incohérences entre les clauses des financements et celles des produits dérivés utilisés pour couvrir le risque de taux des emprunteurs. Parmi ces risques, certains ont été traités ou ont disparu, d'autres, néanmoins, demeurent et seront abordés dans le cadre du présent rapport.

3- Le HCJP avait notamment adressé comme recommandation aux acteurs du marché de cartographier et recenser les différentes clauses contractuelles de repli (« *fallback* »), de prévoir dans les nouveaux contrats stipulant des intérêts à taux variable des clauses permettant d'assurer la continuité des engagements des parties lors de la modification ou du remplacement des indices et d'harmoniser les différents dispositifs de « *fallback* » des contrats indexés sur un même indice de référence. Il avait notamment appelé les autorités à autoriser l'utilisation de l'EURIBOR et de l'EONIA déterminés selon leur méthodologie actuelle jusqu'à la fin de la période transitoire du Règlement Benchmark pour les contrats en cours et à reporter la fin de la période transitoire prévue dans le Règlement Benchmark. Cette recommandation sur le report de la période transitoire, qui était cohérente avec celle recommandée par d'autres organisations, a été suivie d'effet.

¹ Confère au paragraphe 5.1 du rapport du HCJP du 20 juillet 2018.



4- Le HCJP avait également recommandé aux administrateurs et aux autorités de mettre en place une méthodologie précise et un cadre juridique clair permettant de mieux définir les responsabilités respectives des contributeurs ou des fournisseurs de données de base et des administrateurs d'indices, mais aussi de s'assurer de la représentativité des panels d'établissements contributeurs. Il recommandait aussi d'élaborer une méthodologie précise applicable à l'avis d'expert en prévoyant des solutions alternatives à son utilisation. Ce sujet ne sera pas repris dans le présent rapport. Les recommandations formulées dans le précédent rapport demeurent néanmoins d'actualité.

5- Le HCJP avait par ailleurs appelé à une prise de position politique concernant l'adoption d'un acte de portée générale encadrant les conséquences juridiques de la substitution d'indices. Cette recommandation conserve également tout son intérêt.

6- L'évolution des travaux des différents groupes de travail officiels et l'émergence de certains indices de substitution ont justifié une nouvelle saisine du HCJP. En effet, il a été observé que les évolutions ont été différentes selon les indices. Pour certains, comme l'EURIBOR, seule la méthodologie a fait l'objet d'un ajustement, l'indice étant maintenu. Pour d'autres, comme l'EONIA, une phase de transition a été organisée pour faciliter l'adoption d'un nouvel indice par le marché.

7- Ces évolutions ont mis au jour de nouvelles problématiques juridiques, que le HCJP a souhaité développer dans le cadre d'un nouveau rapport. Après avoir fait un rappel des conclusions du précédent rapport (I) ainsi qu'un état des lieux des évolutions à ce jour (II), le Groupe de travail a formulé de nouvelles recommandations (III).



I- Rappel des principales conclusions du précédent rapport du HCJP sur les impacts de la modification ou de la cessation des indices de référence

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.

Il a conclu que la probabilité qu'un tribunal constate l'extinction d'un contrat ou accepte de libérer une partie de ses engagements en raison de la disparition d'un indice 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, les clauses de « *fallback* », 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.

1.1 - Le principe de continuité des contrats en cours pour les contrats comportant une clause de « *fallback* »

1.1.1 - Le principe général d'application de la clause de « *fallback* »

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* ».

En pareille hypothèse, la stipulation contractuelle en cause octroie souvent à l'un des cocontractants ou à un tiers le droit de déterminer l'indice de substitution. Si ces clauses indiquent généralement les critères applicables à la détermination de l'indice de substitution, beaucoup de paramètres importants (notamment en ce qui concerne les modalités de calcul) sont laissés à la discrétion de la partie en charge de la détermination de l'indice de substitution. Il ne peut être totalement exclu que le choix du nouvel indice ou de certains paramètres qui lui sont liés puisse faire l'objet d'une contestation devant un tribunal, notamment si au moment de la disparition de l'indice de référence concerné, son indice successeur ou les paramètres d'ajustement (« *spreads* ») ne sont pas clairement identifiés.

Si le contrat est soumis au droit français, en application de l'article 1164 du code civil ⁽²⁾, il peut être

² Article introduit par l'ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016.



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 en va de même pour les contrats soumis au droit de l'État de New York, la jurisprudence ayant systématiquement validé les clauses octroyant à une partie le pouvoir de déterminer les critères économiques à prendre en compte, lorsque le contrat est conclu entre des parties expérimentées. Le précédent rapport précisait également qu'un tribunal anglais devrait également accepter une telle clause si les critères applicables à la détermination du nouvel indice sont fidèlement respectés par la partie procédant à cette détermination. Il est néanmoins préférable, à titre préventif, de fournir des garanties de transparence, d'autonomie et d'indépendance dans le cadre de la détermination de l'indice de substitution.

1.1.2 - Les anciennes et les nouvelles clauses de « fallback »

En préalable, il convient de souligner que le contenu des clauses de « fallback » varie en fonction du type de contrat et du produit concerné. Ainsi, les clauses figurant dans les contrats de financement peuvent varier d'un contrat de crédit à l'autre et prévoir des solutions différentes de celles figurant par exemple dans la documentation applicable aux émissions obligataires ou aux opérations de couverture.

Au moment de la publication du présent rapport, certains contrats n'ont toujours pas de clause de « fallback » ou contiennent des clauses de « fallback » inadaptées ou susceptibles d'être incomplètes.

1.1.2.1 - Application en matière de prêts aux entreprises (standard LMA)

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 ») avait prévu dans ses modèles de contrats de crédit des clauses dites de « fallback » en cas d'indisponibilité temporaire des indices de référence. Le standard de droit français ⁽³⁾ envisageait essentiellement les situations d'indisponibilité du taux « écran » dit « *screen rate* » (EURIBOR, LIBOR ou autre indice de référence) ⁽⁴⁾.

³ Contrat d'ouverture de crédit multidevises comportant un crédit à terme et une ouverture de crédit réutilisable.

⁴ Le lecteur se reportera au rapport précédent (4.2.2.1).



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 pour prévoir des solutions quant à la disparition permanente et définitive de l'indice sur lequel le contrat est indexé. La LMA a publié ses nouveaux modèles de clauses de « *fallback* » le 25 mai 2018 ⁽⁵⁾.

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 ce qui suppose également le consentement de la majorité simple ou d'une majorité renforcée des prêteurs et de celui de l'emprunteur.

Dans le cadre de certains contrats de financement, la pratique consiste aussi, parfois, à inclure une clause renvoyant la détermination de l'indice de référence de substitution à l'accord du « *Facility Agent* » et de l'emprunteur.

1.1.2.2 - Applications en matière de marché de capitaux (dette)

En matière obligataire, la problématique est toute autre puisque les obligataires ont souscrit des titres financiers, les obligations, et sont réunis en une masse, s'agissant des obligations 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 compte tenu notamment du nombre d'obligataires et de la difficulté à réunir la majorité requise ou, le cas échéant, le consentement unanime de ces porteurs.

Les obligations soumises au droit français faisaient 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 ;

⁵ Loan Market Association, "The Recommended Revised Form of Replacement Screen Rate Clause and Users Guide", 25 mai 2018, modifié le 21 décembre 2018.



(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** »).

De manière générale, les termes et conditions des obligations émises plus 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.). En règle générale, il appartient à l'Agent de choisir l'indice de remplacement recommandé par la banque centrale (ou par toute autre autorité monétaire) du pays de la devise concernée, ou, à défaut, un indice généralement accepté par le marché. 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.

1.1.2.3 - Applications en matière de produits dérivés

Les documentations de place des produits dérivés développées au niveau de l'ISDA et de la FBF dans le cadre de leurs définitions, avaient prévu des mécanismes de « *fallback* » en cas d'indisponibilité de l'indice – généralement, un taux déterminé sur la base d'une moyenne des cotations recueillies auprès de plusieurs grandes banques dans le marché concerné. Mais ces « *fallbacks* » apparaissaient insuffisants pour faire face à la disparition d'un indice et aux exigences du Règlement Benchmark.

L'ISDA participe à certains groupes de travail organisés par les banques centrales depuis juillet 2016 en tant qu'observateur. 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.

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 ISDA dont les résultats ont été publiés en novembre 2019 ⁽⁶⁾. L'ISDA a alors proposé que les nouveaux taux s'appliquent automatiquement à toute transaction mise en place après l'adoption de la version finale de ce supplément aux définitions ISDA. Par ailleurs, les travaux de l'ISDA ont permis de dégager un consensus sur la méthodologie à appliquer dans le cadre des nouvelles clauses de « *fallback* » et de « *spread* ».

⁶ ISDA, « *Summary of Responses to the ISDA Consultation on Final Parameters for the Spread and Term Adjustments* », 15 novembre 2019; la dernière consultation, qui concerne l'EURIBOR et EUR-LIBOR vient de s'achever juste avant la publication du présent rapport. ISDA, « *December 2019 Benchmark Fallbacks Supplemental Consultation* », 18 décembre 2019.



L'ISDA 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, il est à craindre que le taux d'adhésion des acteurs du marché « *buy-side* », tels que les « *corporate* », à ce type de dispositif puisse s'avérer faible.

De son côté, la Fédération bancaire française (« **FBF** ») a publié deux séries de documents afin de permettre aux utilisateurs de la convention-cadre FBF relative aux opérations sur instruments financiers à terme de se conformer aux exigences du Règlement Benchmark.

S'agissant des transactions documentées par référence aux Additifs Techniques, la FBF vient de publier l'« *Additif Technique relatif aux Evènements sur Indices de Référence* ». Ce nouvel Additif Technique prévoit des mécanismes de substitution en cas d'évènement affectant les indices de taux d'intérêt, les indices de change et les indices actions. La FBF a également publié un modèle d'avenant modifiant la convention-cadre afin de permettre l'application de ce nouvel Additif Technique.

S'agissant des transactions documentées par référence aux définitions publiées par l'ISDA, la FBF vient de publier un modèle de clause, dite « *clause de bridge* », permettant l'utilisation de l'*ISDA 2018 Benchmarks Supplement* pour des transactions régies par une convention-cadre FBF. Cette clause est également accompagnée d'un modèle d'avenant.

1.2 - Les risques juridiques pour les contrats ne comportant pas de clauses de « *fallback* »

Pour les contrats en cours lors de la disparition d'un indice, le risque de non-continuité du contrat est faible au plan de l'analyse juridique dans la mesure où, dans les systèmes juridiques étudiés, l'office du juge consiste en règle générale à sauver le contrat. Dans ce cas, il est probable qu'un tribunal français, anglais ou new-yorkais cherche à appliquer un indice de référence proche de l'indice disparu, sauf indication d'une intention contraire des parties.

Au plan pratique, le risque de non-continuité du contrat demeure néanmoins (particulièrement pour les contrats ne contenant pas de clause de « *fallback* » efficace) dans la mesure où le juge est dans l'impossibilité de concevoir seul un indice de remplacement. Le pouvoir d'un juge d'imposer un indice de remplacement dépendra en effet 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. Il convient de noter que, même si les tribunaux de certains pays acceptent de modifier les contrats pour remplacer un indice, des décisions contradictoires ou divergentes pourraient également être prises par les tribunaux au sein d'un même pays ou relevant de systèmes juridiques ou de pays différents.



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 d'une 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 donc souhaitable que les acteurs de marché et les autorités prennent des mesures pour éviter la survenance de ces risques.

Les développements suivants rappellent les grandes lignes de l'analyse figurant dans le précédent rapport relatif aux aspects juridiques des modifications des indices de référence dans les trois systèmes juridiques étudiés (droit français, droit de l'État de New York, droit anglais). Le lecteur se reportera utilement au précédent rapport du HCJP pour des analyses plus détaillées.

1.2.1 - La modification d'indice dans les contrats soumis au droit français

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 ⁽⁷⁾.
- 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 ⁽⁸⁾ ou qu'il n'existe pas d'indice de remplacement susceptible de se conformer à leur intention.

D'avantage, 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 ⁽⁹⁾. 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.

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 substitué 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 clairement identifié.

⁷ Cass. Civ. 1^{ère}, 9 novembre 1981, Bull. civ. I, n° 332 ; Cass. Civ. 3^e, 12 janvier 2005, Bull. civ. III, n° 4.

⁸ 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.

⁹ Cass. Civ., 3^e, 22 juillet 1987, Bull. civ. III, n° 151.



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.

Par ailleurs, il était mentionné dans le précédent rapport que la disparition d'un indice ne devrait pas être susceptible de relever du mécanisme de l'imprévision, tel qu'il a été consacré par l'article 1195 du code civil ⁽¹⁰⁾.

En l'occurrence, il s'agit d'identifier le cas où la nouvelle méthodologie de calcul appliquée 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.

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.

1.2.2 - 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* ») ;
- la théorie de la « *frustration of purpose* ».

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 d'un contrat. À la différence du droit français et du 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 ⁽¹¹⁾.

¹⁰ Article introduit par l'ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016 et modifié par la loi de ratification n° 2018-287 du 20 avril 2018.

¹¹ 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.



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. Ainsi, 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 ⁽¹²⁾.

1.2.3 - 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'État de New York.

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 ⁽¹³⁾ une partie contractante a notamment le droit de recouvrer les sommes versées avant l'évènement 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* (principe jurisprudentiel selon lequel un tribunal anglais imposerait une nouvelle clause à la place d'une clause dont la mise en œuvre ne peut être réalisée, à condition que cette clause 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).

¹² Le lecteur se reportera au précédent rapport du HCJP (n° 5.2.2).

¹³ 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.



II- État des lieux des évolutions liées à la modification des indices de référence

2.1 - Les propositions de modification du Règlement Benchmark

2.1.1 - Les modifications du Règlement Benchmark

Le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris avait recommandé aux autorités dans son précédent rapport du 20 juillet 2018 de reporter la date de fin de la période transitoire fixée à l'article 51 du Règlement Benchmark.

Cette idée a également été mise en avant à l'automne 2018 par le groupe de travail sur les taux sans risques Euro dont le secrétariat est assuré par la Banque Centrale Européenne (« BCE »), qui a demandé aux colégislateurs de l'Union Européenne, d'étendre cette période de transition pour les indices critiques pour une durée minimum de deux ans. Les associations de marchés telles l'ISDA, l'AFME, ou la FIA ont de leur côté, et en complément de cette démarche, demandé que cette exemption soit étendue aux indices non critiques.

Ces recommandations ont été partiellement entendues par les autorités et les colégislateurs. Le 27 novembre 2019, le Parlement européen et le Conseil ont adopté une modification du Règlement Benchmark dans le cadre du règlement sur les indices de référence « transition climatique » de l'UE et les indices de référence « accord de Paris » de l'Union Européenne⁽¹⁴⁾. La modification du Règlement Benchmark a prolongé (i) la période transitoire pour les indices de pays tiers ainsi que pour les indices critiques jusqu'au 31 décembre 2021 et (ii) la période pendant laquelle l'autorité compétente peut imposer des contributions obligatoires de deux à cinq ans pour les indices critiques.

i) Prolongation de la période transitoire pour les indices de pays tiers et indices critiques.

Pays tiers – En raison notamment des discussions toujours en cours concernant les décisions d'équivalence, d'une part, et de l'absence de reconnaissance effective dans ce domaine, d'autre part, les entités supervisées vont bénéficier d'une extension de la période de transition pour l'utilisation d'indices non encore déclarés conformes gérés par des administrateurs de pays tiers. L'article 51 du Règlement Benchmark a été amendé afin d'étendre la période pendant laquelle les entités supervisées pourront continuer à utiliser les indices de pays tiers non encore conformes et ce du 1^{er} janvier 2020 au 31 décembre 2021. L'utilisation pour les opérations en cours de ces indices non conformes n'est pas remise en cause jusqu'en 2022.

¹⁴ "Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) 2016/1011 as regards EU Climate Transition Benchmarks, EU Paris-aligned Benchmarks and sustainability-related disclosures for benchmarks", n° 2018/0180, 23 octobre 2019.



Indices critiques – Les travaux réalisés par les administrateurs afin de rendre les indices robustes et conformes aux exigences du Règlement Benchmark ont pris plus de temps que prévu et ne sont pas tous finalisés. Les entités supervisées vont donc bénéficier d’une extension de la période de transition du 1^{er} janvier 2020 au 31 décembre 2021. À cette date, les administrateurs de ces indices devront s’être mis en conformité avec le Règlement Benchmark afin que les entités supervisées puissent être autorisées à continuer d’utiliser ces indices.

Il est à rappeler que la période de transition n’a pas été étendue pour les indices non critiques dont les administrateurs ne sont pas localisés dans un pays tiers.

ii) La prolongation de la période de contribution obligatoire pour les indices critiques.

La période durant laquelle les autorités compétentes sont autorisées à requérir une administration obligatoire d’un indice et/ou la contribution obligatoire à un indice critique est prolongée de 2 à 5 ans.

2.1.2 - La consultation générale en vue de la révision du Règlement Benchmark

La Commission européenne a lancé le 11 octobre 2019 une consultation, ouverte jusqu’au 31 décembre 2019, en vue de la révision du Règlement Benchmark. Cette révision du Règlement Benchmark pourrait devenir un véhicule donnant la possibilité d’y introduire des mesures susceptibles d’accompagner et de faciliter la transition des indices (cf. la recommandation n° 1 du présent rapport qui préconise en premier lieu une intervention législative au niveau européen).

Cette consultation procède de l’article 54 du texte, qui prévoit que la Commission européenne présentera un rapport au Parlement européen et au Conseil concernant en particulier :

- le fonctionnement et l’efficacité du régime des indices de référence d’importance critique, de l’administration obligatoire et de la contribution obligatoire ;
- l’efficacité du régime d’agrément, d’enregistrement et de surveillance des administrateurs, des collèges et le caractère approprié de la surveillance de certains indices de référence par un organe de l’Union Européenne.

En complément, la Commission Européenne doit, d’ici le 1^{er} avril 2020, également présenter un rapport sur la mise en place des dispositions du Règlement Benchmark concernant le régime des pays tiers.

Les questions de la consultation susvisée couvrent de nombreux aspects :

- les pouvoirs des autorités relatifs à la méthodologie des indices critiques,
- la gestion de la cessation d’un indice et les plans de remédiation correspondants,



- la supervision des indices par les collèges,
- la suspension de l'autorisation d'un administrateur d'indice,
- la méthode de détermination du caractère significatif ou critique d'un indice,
- le registre d'administrateurs,
- la déclaration publiée par l'administrateur d'indices,
- la supervision des indices liés au climat,
- les règles spécifiques aux indices de matières premières,
- les problèmes soulevés par les indices de pays tiers de type *FX forwards*,
- les NDF (*non delivery forward*) administrés par des entités privées (KRW, INR, etc.).

Le règlement concernant la supervision et le rôle des autorités de supervision qui est en cours d'adoption, est également susceptible d'impacter la mise en application du Règlement Benchmark. Il modifie notamment le rôle de l'AEMF pour la supervision des indices critiques et des administrateurs ainsi que dans ses missions de reconnaissance d'administrateurs d'indices de pays tiers à partir du 1^{er} janvier 2022.

2.2 - L'émergence des indices de remplacement

2.2.1 - EONIA, la transition vers l'€STR

2.2.1.1 - L'EONIA dans sa forme d'origine ne répondait plus aux critères définis dans le Règlement Benchmark

Cet indice faisait l'objet d'une dégradation depuis plusieurs années :

- une baisse constante des volumes sur la base duquel il était calculé (de 48 Mds€ par jour en 2007 à 2 Mds€ en 2019),
- une dégradation du panel avec une forte baisse du nombre de contributeurs qui n'est plus que de 28,
- une forte concentration du volume sur quelques contributeurs,
- une forte augmentation de sa volatilité.

La Banque Centrale Européenne a annoncé en septembre 2017 la production d'un taux « *overnight unsecured* », en l'occurrence l'€STR, ainsi que la mise en place d'un groupe de travail sur les taux sans



risques en euro. Au sein de la zone EURO, ce groupe de travail sur les taux sans risques en euro et la Banque Centrale Européenne ont été les artisans de sa réforme ⁽¹⁵⁾.

Le groupe de travail sur les taux sans risques en euro (groupe de travail RFR) est un groupe de Place, présidé par ING, auquel participent les institutions européennes (Commission Européenne, AEMF, FSMA, BCE), et dont 21 banques européennes sont membres. Y participent également, mais sans droit de vote, cinq associations de marchés, l'administrateur des indices concernés (*l'European Money Markets Institute*, ou « **EMMI** »), ainsi que deux invités et quatre observateurs. Son secrétariat est assuré par la BCE.

Son mandat est :

- d'identifier un taux sans risque en euro pour remplacer les indices de référence non conformes,
- d'identifier les bonnes pratiques afin d'assurer la robustesse des contrats,
- de développer un plan de transition juridique pour les contrats référençant les indices de référence existants,
- de développer une structure par terme de taux sans risque pouvant servir de solution de repli pour l'EURIBOR.

2.2.1.2 - L'EONIA recalibré et la publication de l'€STR

L'indice de référence EONIA a pour successeur naturel un nouvel indice de référence, l'€STR, dont la méthodologie de calcul est plus encadrée. L'€STR est dorénavant publié depuis le 2 octobre 2019 par la Banque Centrale Européenne en J+1 à 8 heures 00.

Depuis le 2 octobre 2019, la méthodologie de l'EONIA a été recalibrée et déterminée sur la base de l'€STR. Dans ce cadre, la méthodologie de calcul de l'€STR évolue pour permettre la cohérence entre les deux indices. La Banque Centrale Européenne a déterminé après étude la marge de 8,5 bps pour garantir cette équivalence entre les deux taux ; l'EONIA devenant l'EONIA dit « recalibré », étant entendu que le code ISIN de l'EONIA reste le même.

Du 2 octobre 2019 au 3 janvier 2022, les deux taux, à savoir l'EONIA « recalibré » et l'€STR, coexisteront. À partir du 4 janvier 2022, seul l'€STR sera publié (à 8 heures 00) ; l'EONIA « recalibré » n'étant plus publié.

¹⁵ "Working group on euro-risk-free rates", BCE (www.ecb.europa.eu).



Jusqu'au 3 janvier 2022, l'application de la nouvelle méthodologie EONIA ne soulève pas de risque juridique au regard de la continuité des contrats faisant référence à cet indice.

À l'issue de cette période, la disparition de l'EONIA au profit de l'€STR est susceptible de soulever des difficultés juridiques pour les contrats faisant référence à l'EONIA et ne contenant pas de clause de « *fallback* » adéquates.

2.2.1.3 - Les principales recommandations du groupe de travail RFR

Les travaux de ce groupe de travail ont donné lieu à :

– Un recalibrage de la méthodologie de l'EONIA, qui est dorénavant déterminé sur la base de l'€STR + un *spread* fixe de 8,5bps jusqu'à sa disparition le 3 janvier 2022 à la suite de l'annonce de son administrateur, l'EMMI.

– Un plan d'action juridique pour les contrats faisant référence à l'EONIA. Il est recommandé de ne plus référencer l'EONIA dans les contrats conclus après le 2 octobre 2019 et d'insérer des clauses de « *fallback* » robustes dans les contrats existants et arrivant à maturité au-delà du 3 janvier 2022 ⁽¹⁶⁾.

– La publication d'un rapport concernant les impacts opérationnels de la transition pour les produits dérivés et cash. Il s'agit d'alerter et préparer les participants aux conséquences du changement de méthodologie et d'horaire de publication, ainsi qu'aux évolutions nécessaires au niveau des chambres de compensation dans leur régime d'actualisation ⁽¹⁷⁾.

– La publication d'un rapport sur les implications en matière de comptabilité financière de la transition de l'EONIA vers le taux €STR et l'introduction de solutions de repli basées sur le taux €STR pour EURIBOR. Ce rapport met en évidence les conséquences comptables des normes IFRS et IAS de la transition ⁽¹⁸⁾.

2.2.2 - L'EURIBOR

2.2.2.1 - La situation de l'EURIBOR est différente de celle de l'EONIA

L'EURIBOR est le principal taux de référence de l'euro, administré par l'EMMI. Il mesure le coût du financement non garanti (*unsecured*) des établissements de crédit sur le marché monétaire en

¹⁶ "Private sector working group recommends legal action plan for transition from EONIA to €STR", BCE, 16 juillet 2019.

¹⁷ "Report by the working group on euro risk-free rates, On the impact of the transition from EONIA to the €STR on cash and derivatives products", BCE, août 2019.

¹⁸ "Report by the working group on euro risk-free rates, On the financial accounting implications of the transition from EONIA to €STR and the introduction of €STR-based fallbacks for EURIBOR", BCE, 5 novembre 2019.



euros. Il a été créé en janvier 1999 pour remplacer les taux de référence nationaux dans la zone euro.

À date, l'EURIBOR va continuer à être publié. En conséquence, les contrats et les instruments financiers faisant référence à l'EURIBOR n'ont pas besoin actuellement de migrer vers un nouvel indice. Sa méthodologie a dû toutefois évoluer en raison notamment :

- d'une évolution du marché du financement,
- de la forte attrition du nombre de banques contributrices,
- de la concentration du volume sur un nombre restreint de contributeurs, et
- de la nécessité d'ancrer l'indice dans des transactions réelles comme demandées par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (« OICV », ou « IOSCO ») et le Règlement Benchmark.

La nouvelle méthodologie de calcul de l'EURIBOR issue des réformes décrites ci-dessous a été reconnue conforme aux exigences du Règlement Benchmark. La méthodologie se repose en partie sur des contributions de taux proposées par un panel de banques actives dans la zone euro. Par conséquent, sa pérennité n'est assurée que pour autant que les banques acceptent de maintenir leurs contributions.

Le passage de 2 à 5 ans de la période durant laquelle les autorités compétentes sont autorisées à requérir une administration obligatoire d'un indice et/ou la contribution forcée à un indice critique, figurant dans le Règlement Benchmark modifié ⁽¹⁹⁾, est de nature à rassurer les marchés concernant la pérennité de l'EURIBOR.

On ne peut toutefois exclure que d'autres indices soient développés ultérieurement. Dans l'hypothèse où un nouvel indice de taux à terme basé sur l'€STR verrait le jour, ce nouvel indice pourrait éventuellement affecter la liquidité et la représentativité de l'EURIBOR. Néanmoins, à ce jour, il n'y a pas d'élément étayant ce risque.

Bien que l'EURIBOR soit maintenu, afin de respecter les dispositions de l'article 28(2) du Règlement Benchmark, les contrats conclus après le 1^{er} janvier 2018 ⁽²⁰⁾ faisant référence à cet indice doivent contenir des clauses de « *fallback* » qui, dans la mesure du possible, doivent désigner un ou plusieurs

¹⁹ "Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) 2016/1011 as regards EU Climate Transition Benchmarks, EU Paris-aligned Benchmarks and sustainability-related disclosures for benchmarks", n° 2018/0180, 23 octobre 2019.

²⁰ Pour mémoire, le FAQ de l'ESMA, mis à jour le 14 décembre 2017, précise que l'article 28(2) impose la mise en place de clauses de « *fallback* » pour toutes les transactions traitées après le 1^{er} janvier 2018 et recommande lorsque cela est possible et selon le principe des meilleurs efforts – obligation de moyen – (« *where practicable and on a best effort basis* ») leur insertion pour les contrats conclus antérieurement.



autres indices de référence susceptibles de servir de référence en substitution des indices de référence qui ne sont plus fournis.

Le groupe de travail RFR créé sous l'égide de la BCE travaille actuellement sur l'identification de taux de substitution à l'EURIBOR, notamment en vue de permettre aux utilisateurs, le cas échéant, de pouvoir inclure de tels taux de substitution dans leurs clauses de « *fallback* ». Toutefois, aucun indice de substitution à l'EURIBOR n'est encore clairement identifié à ce jour, ce qui peut soulever des difficultés au regard des dispositions de l'article 28(2) du Règlement Benchmark.

Par ailleurs, il convient de noter les difficultés rencontrées par les acteurs pour la modification du stock de contrats existants qui ne peut être réalisée, sauf exception, que par avenant s'agissant notamment du buy-side, la question devant être examinée avec une particulière attention s'agissant de la banque de détail.

2.2.2.2 - Les réformes menées par l'EMMI, administrateur de l'EURIBOR

En 2018 et 2019, l'EMMI a mené des réformes approfondies pour satisfaire aux exigences du Règlement Benchmark, renforcer son cadre de gouvernance et développer une méthodologie hybride pour l'EURIBOR.

Le cadre de gouvernance de l'EURIBOR a été renforcé et adopté le 31 janvier 2019, remplaçant l'ancien code de conduite mis en place en 2013 et révisé en 2016. Il comprend :

- le code de conduite de la gouvernance, qui définit les cadres de gouvernance, de contrôle et de responsabilité établis par EMMI pour fournir l'EURIBOR,
- le code des obligations des banques du panel, concernant les données transmises à l'EMMI,
- le code des obligations d'agent de calcul de l'EURIBOR,
- la méthodologie de détermination de l'EURIBOR, qui contient ses spécifications et définit la méthodologie de détermination pour calculer l'EURIBOR dans des circonstances normales ou imprévues.

Le cadre de gouvernance de l'EURIBOR s'appuie sur un ensemble de politiques et de procédures couvrant tous les aspects de la fourniture de l'indice de référence ⁽²¹⁾.

²¹ "EURIBOR Reform", EMMI, (www.emmi-benchmarks.eu).



L'objectif principal de la réforme de l'EURIBOR est de fournir au marché un indice plus transparent, robuste et représentatif, tout en minimisant le risque de manipulation du marché.

Dans cette optique, l'EMMI vient d'achever l'évolution de la méthodologie de l'EURIBOR passant d'une détermination fondée sur les cotations à une méthodologie ancrée, dans la mesure du possible, sur des transactions réelles fournies par un panel de banques contributrices. Toutefois, cette méthodologie n'est pas exclusivement fondée sur des transactions réelles compte tenu du fait qu'elle ne serait dès lors pas suffisamment robuste. En pareille hypothèse, la détermination quotidienne de l'EURIBOR aurait été fondée, pour la plupart des *tenors*, sur un nombre limité de transactions exécuté par un nombre limité de contributeurs.

Pour garantir la robustesse du calcul en l'absence de transactions sur les sous-jacents concernés, la méthodologie de détermination de l'indice de référence pour l'EURIBOR suit une approche comprenant trois niveaux, devant être appliquée progressivement par les banques du panel dans l'ordre suivant :

- le niveau 1 comprend les contributions basées uniquement sur les transactions pour le *tenor* concerné du jour précédent,
- le niveau 2 correspond aux contributions basées sur les transactions sur le sous-jacent concerné, sur l'ensemble des échéances du marché monétaire et des derniers jours,
- le niveau 3 consiste en des contributions basées sur des transactions sur le sous-jacent concerné et/ou sur d'autres données provenant de plusieurs marchés étroitement liés au marché monétaire en euros (*non secured*), utilisant une combinaison de techniques de modélisation et/ou le jugement du contributeur. Les banques du panel ont dû chacune développer des méthodologies propres pour être en capacité de contribuer conformément à ce niveau 3.

Les 15 % les plus élevés et les plus bas des taux de contribution finaux de toutes les banques du panel sont éliminés du calcul de l'indice de référence. Les taux restants sont calculés en moyenne arithmétique et arrondis à trois décimales près.

À la suite de deux consultations publiques de mai à fin juillet 2018, l'EMMI a testé la méthodologie hybride avec seize banques participantes.

La phase de test a été considérée comme satisfaisante au regard des exigences de robustesse et de représentativité.

À la suite des résultats de la phase de test, l'EMMI a demandé et obtenu son agrément de l'Autorité belge des services et marchés financiers (FSMA) au titre de l'article 34 du Règlement Benchmark



pour l'administration d'EURIBOR en juillet 2019 ⁽²²⁾.

L'EMMI a entamé une transition vers la nouvelle méthodologie hybride du groupe de banques contributrices selon le cahier des charges défini. La transition complète vers la nouvelle méthodologie hybride de l'EURIBOR étalée dans le temps vient de s'achever.

Suite à l'expression de certaines inquiétudes concernant la continuité contractuelle du fait de l'évolution des modalités (passage d'un taux interbancaire offert à un taux auquel les banques pourraient obtenir des fonds sur un marché monétaire de gros non garanti et le fait que les échanges ne correspondent plus à un taux à 11 heures mais à un taux du jour précédent), l'EMMI a rappelé que le changement de la méthodologie de l'EURIBOR, ne modifie pas l'intérêt sous-jacent de cet indice, lequel a toujours cherché à mesurer le coût des emprunts des banques sur des marchés monétaires non garantis. L'EMMI rappelle également que cette réforme ne constitue qu'une clarification du sous-jacent existant de l'EURIBOR, combinée à l'adaptation d'une méthodologie robuste et conforme au Règlement Benchmark.

2.2.2.3 - Travaux du groupe de travail RFR

En complément des travaux déjà menés en lien avec l'EONIA et la transition vers l'€STR, le groupe de travail RFR mis en place sous l'égide de la BCE s'est penché sur certaines problématiques plus directement liées à l'EURIBOR, ce qui s'est traduit par la publication de « *recommandations de haut niveau sur les dispositions de repli dans les contrats pour les produits de trésorerie et les transactions sur dérivés faisant référence au taux EURIBOR* » le 6 novembre 2019 ⁽²³⁾.

Le groupe de travail RFR recommande aux participants de marché d'intégrer des clauses de « *fallback* » dans tous les nouveaux contrats faisant référence à l'EURIBOR. Les contrats existants faisant référence à l'EURIBOR conclus après le 1^{er} janvier 2018, et relevant du règlement européen sur les indices de référence, doivent également être couverts par des « plans écrits rigoureux ». Des dispositions devraient être introduites ou des dispositions existantes améliorées lors de leur prochaine modification ou mise à jour. En cas d'absence de disposition de repli recommandée (« *fallback* ») et dans l'attente de recommandations ultérieures du groupe de travail RFR ou des autorités, les participants de marché pourraient considérer l'inclusion de clauses génériques à titre de clause de « *fallback* ». À cette fin, le groupe de travail recommande un texte standard générique qui a été publié. On rappellera les grandes difficultés rencontrées par les acteurs pour modifier le stock de contrats existants.

²² "The FSMA authorises EMMI as administrator of the EURIBOR Benchmark", FSMA, Communiqué de presse, 3 juillet 2019.

²³ "Working group on euro risk-free rates issues high level recommendations for fallback provisions in contracts referencing EURIBOR", BCE, 6 novembre 2019.



Le groupe de travail RFR va par ailleurs s'atteler à la rédaction de modèles de clauses de « *fallback* » reprenant les principales classes d'actifs qui devraient être soumises à consultation et publiées début 2020.

2.2.3 - LIBOR

Le LIBOR est le taux d'intérêt moyen à partir duquel les banques pourraient emprunter sur le marché sans garantie (*unsecured*). Il est calculé à partir des données fournies par chaque banque du panel de contribution (de 11 à 16 grandes banques). Le LIBOR est publié quotidiennement en cinq devises (GBP, USD, EUR, CHF et JPY) et pour sept échéances -ou maturités- (jour le jour, une semaine, un mois, deux mois, trois mois, six mois et un an).

Prenant la suite de la *British Bankers Association*, *ICE Benchmark Administration Limited* (« **IBA** ») est devenu administrateur du LIBOR le 1^{er} février 2014, en application de la recommandation du rapport Wheatley de septembre 2012 selon laquelle la responsabilité du LIBOR devrait incomber à une organisation privée plutôt qu'à un organisme public.

La *Financial Conduct Authority* (« **FCA** ») a autorisé l'IBA en tant qu'administrateur d'ICE LIBOR conformément à l'article 34 du Règlement Benchmark en avril 2018.

Il est important de rappeler que cet agrément n'a été donné qu'après la mise en place d'une nouvelle gouvernance et l'engagement d'une réforme du LIBOR proche de celle venant d'être réalisée pour l'EURIBOR. Le rapport Wheatley de septembre 2012 recommandait en effet une réforme, plutôt que le remplacement du LIBOR afin de rendre cet indice plus robuste et conforme aux exigences posées par les recommandations IOSCO puis par le Règlement Benchmark. La nouvelle méthodologie dite « *waterfall* » (ou « mixte ») préparée dès 2016, est entrée en vigueur. Mais comme l'EURIBOR, la pérennité du LIBOR dépend de la continuité des contributions par le panel de banques.

Malgré la mise en conformité du LIBOR avec les exigences du Règlement Benchmark, le directeur général de la *Financial Conduct Authority*, M. Andrew Bailey, a recommandé en juillet 2017 la suppression progressive du LIBOR d'ici 2021 puis indiqué que la FCA n'aurait plus recours à ses pouvoirs de persuasion ou de contrainte pour obliger les banques du panel à contribuer au-delà de cette date. Depuis cette annonce les autorités britanniques et américaines ont rappelé à plusieurs reprises la nécessité pour les acteurs de marché de cesser d'utiliser le LIBOR pour leurs nouvelles opérations. Malgré ces communications, l'utilisation du LIBOR demeure importante.

L'IBA a fait part de son intention de continuer à élaborer de nouvelles règles permettant la publication continue d'un LIBOR représentatif, au moins pour certains *tenors* et de faciliter la continuité des contrats en cours dont la modification serait particulièrement difficile. La poursuite de la publication du LIBOR après 2021 dépendra toutefois du soutien volontaire des banques contributrices du panel.



Le rapport précédent du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris portait principalement sur le LIBOR GBP et USD, les deux principales devises utilisées par les acteurs français. Les développements récents sur ces devises sont présentés ci-dessous.

2.2.3.1 - LIBOR GBP vers le SONIA

Un groupe de travail sur les taux de référence sans risque en livres sterling (GBP) a été créé en 2015 afin de mettre en œuvre la recommandation du *Financial Stability Board* et déterminer le taux sans risque préféré (*preferred risk free rate*) pour les marchés en GBP.

En avril 2017, ce groupe de travail a recommandé l'utilisation du *Sterling Overnight Indexed Average* (« **SONIA** ») comme taux sans risque. Le SONIA est administré et publié depuis avril 2018 par la Banque d'Angleterre.

Le SONIA avait été créé en 1997 mais a été profondément remanié pour appliquer une méthode de calcul plus fiable et robuste basée sur le volume de transactions réelles. Il bénéficie également d'une meilleure gouvernance et de plus de transparence.

En janvier 2018, le groupe de travail a été reconstitué s'est concentré sur la transition du LIBOR et l'utilisation du SONIA sur des marchés en GBP.

Le SONIA est considéré comme un indice de référence plus robuste au sens du Règlement Benchmark car il repose sur un marché sous-jacent actif et liquide. La valeur moyenne des transactions sous-jacentes au SONIA depuis avril 2018 est d'environ 50 milliards de livres par jour.

Il suit de très près le taux de base de la Banque d'Angleterre.

Au cours des six premiers mois de 2019, le SONIA représentait un peu plus de 45 % des *swaps* notionnels négociés en livres sterling.

Toutefois le SONIA n'est à ce jour que peu utilisé comme référence pour les contrats de financement ; seules quelques opérations ont à ce jour fait référence au SONIA. En effet, le marché de financement ne s'est pas montré prêt à basculer d'un taux à terme (LIBOR GBP) sur un taux au jour le jour (SONIA).

Il est par conséquent peu probable que les intervenants cherchent à modifier leurs contrats tant qu'il n'y n'y aura pas de consensus dans l'industrie sur la référence qui remplacera le LIBOR GBP pour les opérations à terme.

Des travaux sont en cours sur la possibilité de produire un taux « SONIA + » à terme, qui serait publié sur une base prospective pour des tenors déterminés, comme c'est le cas pour le LIBOR aujourd'hui. Cependant, aucun calendrier n'existe à ce jour.



M. Andrew Bailey a averti les prêteurs que « *retarder la transition jusqu'à l'arrivée des taux à terme* » était une erreur. En l'absence d'un taux à terme basé sur le SONIA, les acteurs du marché doivent donc rechercher d'autres solutions.

En particulier, la FCA et la Banque d'Angleterre ont invité le 16 janvier 2020 le marché à ne plus utiliser le LIBOR pour les produits dérivés à compter du mois de mars 2020, et pour les produits de financement à compter du mois de septembre 2020, au profit du SONIA ⁽²⁴⁾.

2.2.3.2 - LIBOR USD vers le SOFR

La Banque de réserve fédérale de New York a créé un groupe de travail, l'*Alternative Reference Rates Committee* (« l'ARRC ») en 2014 pour discuter avec les intervenants de marchés des risques liés au LIBOR en USD et déterminer un indice de substitution sans risque.

En juin 2017, l'ARRC a désigné le *Secured Overnight Financing Rate* (« SOFR ») comme indice de remplacement du LIBOR USD. Le SOFR, publié pour la première fois par la Réserve fédérale de New York le 3 avril 2018, mesure le coût des emprunts au jour le jour au moyen d'opérations de mise en pension garanties par des titres du Trésor américain.

Il s'agit d'une médiane pondérée en fonction du volume de trois types d'opérations de mise en pension : 1) opérations générales de pension tripartites ; 2) opérations générales de pension avec panier de garanties ; et 3) opérations de pension bilatérales compensées par la FICC (avec pondération de certaines opérations, afin de réduire l'incidence des exceptions ou des activités de négociation anormales sur le taux SOFR).

La décision de l'ARRC d'opter pour le SOFR a été motivée par la conformité du taux aux principes de référence de l'OICV, mais surtout par sa liquidité et sa résistance aux éventuelles manipulations et aux incertitudes du marché.

La possibilité de publier un taux avec un terme plus long qu'une maturité au jour le jour a été envisagée afin de faciliter la transition du LIBOR en dollars américains vers le nouvel indice. Néanmoins, les taux étudiés initialement ne remplissaient pas les critères nécessaires (conformité avec les Principes OICV, marché profond et actif, etc.). Le développement d'un marché à terme (« *futures market* ») sur le SOFR est en cours et pourrait permettre la construction d'une courbe de taux avant la fin 2021.

En novembre 2019, l'ARRC a publié des clauses types permettant l'utilisation d'un taux SOFR pour une période plus longue qu'un jour, sur la base d'une moyenne des taux SOFR observés chaque

²⁴ "FCA and Bank of England encourage switch from LIBOR to SONIA for sterling interest rate swaps from Spring 2020", FCA, 16 janvier 2020.



jour pendant la période (soit une moyenne simple, soit une capitalisation des intérêts chaque jour). La méthodologie proposée est complexe et donne aux acteurs de marché plusieurs options pour traiter les questions techniques (par exemple, comment déterminer le taux pour les besoins de la capitalisation les jours non-ouvrés).

L'une des difficultés de ces méthodologies est que les taux sont déterminés *a posteriori*, à la fin de la période de calcul des intérêts. Pour cette raison, il est impossible de savoir le montant du coupon à payer avant les derniers jours de la période de calcul.

En l'absence d'une autre méthodologie, les acteurs de marché réfléchissent à utiliser cette méthodologie dans leur documentation contractuelle. La question de savoir si des clauses seront effectivement intégrées dans la documentation au cours de l'année 2020 reste entière.

L'ARRC a également publié entre avril et novembre 2019 des modèles de clauses de « *fallback* » pour des émissions à taux variables, des financements bilatéraux et syndiqués, des titrisations, ainsi que pour des financements immobiliers hypothécaires ⁽²⁵⁾.

Ces clauses prévoient généralement des procédures de remplacement du LIBOR à la suite d'événements déclencheurs. Ces déclencheurs comprennent, par exemple, une déclaration officielle selon laquelle le LIBOR a cessé ou va cesser d'être publié, ou qu'il n'est « plus représentatif ». Deux approches sont proposées : l'une intègre une cascade d'options de remplacement déterminées (l'approche « *hardwired* ») tandis que l'autre prévoit que le nouveau taux sera déterminé au moment opportun (l'approche « *amendement* »).

Par ailleurs, l'ARRC vient de lancer une consultation sur la méthodologie de calcul de « *spreads* » qui permettrait de rapprocher le SOFR du LIBOR actuel ⁽²⁶⁾.

Alors que les marchés de financement n'ont pas encore adopté le SOFR comme référence et comme substitution au LIBOR USD et que les volumes traités ainsi que la liquidité de cet indice ne se sont pas encore suffisamment développés, il est difficile pour les prêteurs et les emprunteurs d'utiliser les clauses de « *fallback hardwired* » de l'ARRC ou leurs variantes dans les contrats de crédit. Ces clauses de « *fallback hardwired* » ne sont donc que peu adoptées à ce jour par le marché.

L'ARRC a par ailleurs proposé une clause de « *fallback* » similaire pour les financements basés sur le SOFR, pour le cas où ce nouvel indice disparaîtrait. Cette clause de « *fallback* » permettra le respect de l'article 28(2) du Règlement Benchmark par les entités supervisées européennes qui utilisent le SOFR.

²⁵ "Summary of ARRC's a LIBOR Fallback Language, Alternative Reference Rates Committee", Novembre 2019.

²⁶ "ARRC Releases Consultation on Potential Spread Adjustment Methodologies", Fed, 21 janvier 2020.



La clause de « *fallback amendment* » de l'ARRC pour les financements syndiqués (qui est une version plus complète des clauses souvent utilisées dans les contrats de crédit type LSTA depuis 2018) devient toutefois plus fréquente dans les crédits syndiqués. Cette clause permet à l'emprunteur et à l'agent de la facilité de convenir d'un nouvel indice et d'un ajustement de prix (« *adjustment spread* »), qui seront appliqués en l'absence d'objection de la majorité des prêteurs dans un délai de cinq jours ouvrés. Des variantes de cette clause interdisent aux prêteurs de s'opposer à un nouvel indice basé sur le SOFR, tout en leur réservant le droit de s'opposer à l'« *adjustment spread* ».

Par ailleurs, les contrats de crédit contiennent encore d'autres clauses-types qui pourraient être incompatibles avec les dispositions de l'ARRC et devraient dès lors être supprimées.

Il s'agit par exemple des dispositions contractuelles qui suspendent généralement l'obligation pour un prêteur de « *contracter ou de maintenir* » des prêts indexés sur le LIBOR lorsque le prêteur (ou la majorité des prêteurs ou l'agent) détermine que le LIBOR n'est plus « *adéquat et équitable* », et ne représente plus son coût de financement. Une telle suspension prive alors l'emprunteur de la possibilité d'emprunter des fonds indexés sur le LIBOR, un autre taux qui pourrait être plus onéreux y étant substitué. De plus, dans certains cas, ces dispositions contractuelles pourraient entraîner l'obligation pour l'emprunteur de rembourser le prêt ou de l'indexer sur un nouvel indice ou de convenir d'un taux d'intérêt applicable. Si les dispositions préconisées par l'ARRC devaient être insérées dans les contrats de crédit, les stipulations contractuelles précitées devraient être supprimées.

Un grand nombre d'émissions de titres indexés sur le LIBOR USD sont soumis au droit de l'État de New York et ne prévoient pas systématiquement en cas de disparition du LIBOR de clause de « *fallback* », ou si de telles clauses sont prévues la solution de repli est alors généralement le passage à un taux fixe.

En règle générale, l'accord de la totalité des porteurs est nécessaire pour modifier les clauses portant sur le taux d'intérêt et les clauses relatives aux paiements. L'identification des porteurs puis l'obtention unanime de leur accord constitue un véritable défi.

L'ARRC étudie une éventuelle solution législative en droit de l'État de New York qui permettrait d'assurer la transition vers le SOFR des produits existants. Une telle initiative, si elle voyait le jour, permettrait d'organiser la transition pour les produits dans son champ d'application et régis par le droit de l'État de New York.

Au moment de la publication du rapport, le sort du LIBOR demeure très incertain sans que ne soient identifiés, notamment par les marchés, d'indices successeurs incontestables.

2.2.3.3 - Le LIBOR en matière de produits dérivés

L'ISDA a démontré son implication sur ces questions depuis 2016 en menant de multiples consultations et poursuit actuellement ses travaux avec la publication attendue des dispositions de



« *fallback* » en cas de disparition définitive des IBORs. Ces dispositions devraient normalement être mises en œuvre au cours du premier semestre 2020, faisant ainsi suite à la mise en place de son « *Supplement Benchmark* » en septembre 2018 ⁽²⁷⁾.

Un « protocole » ISDA est également envisagé afin de faciliter l'inclusion des définitions et clauses de « *fallback* » dans la documentation contractuelle, pour les acteurs qui en accepteraient le principe, son usage étant toutefois pratiquement plus utilisé par les acteurs financiers que par les entreprises d'autres secteurs.

Il est essentiel que ces dispositions soient harmonisées avec celles des autres produits développés par d'autres associations de Place concernant d'autres instruments et produits afin de ne pas créer d'éventuelles distorsions entre le marché du « *cash* » et sa couverture.

L'ISDA a également publié en novembre 2019 les résultats d'une troisième consultation de l'industrie sur les méthodologies d'ajustement des indices de « *fallback* » en cas d'arrêt définitif du LIBOR. Ces méthodologies ont fait l'objet d'un consensus accepté par une majorité des participants.

Il est prévu de commencer la publication des indices de repli indicatifs sur la base de ces ajustements au début de l'année 2020.

La publication d'un protocole ISDA permettant la modification des contrats en cours est actuellement en attente de la résolution d'une question sur la définition des événements déclencheurs du remplacement d'un indice.

Le FSB souhaite que l'industrie des produits dérivés insère dans les contrats en complément d'une clause envisageant la disparition définitive de l'indice LIBOR, une clause obligatoire de « *fallback* » vers un indice de référence autre que le LIBOR qui serait désigné par une autorité dans le cas où elle considérerait que le LIBOR ne serait plus représentatif.

Une telle disposition de repli permettrait ainsi un basculement obligatoire du LIBOR en fonction de la décision des autorités même dans le cas où cet indice continuerait à exister au-delà de 2021.

L'ISDA a rappelé le 4 décembre 2019 qu'elle essaierait de nouveau de trouver un consensus afin d'aider les régulateurs à faire abandonner le LIBOR, tout en rappelant que la mise en place de la clause proposée par le FSB soulève des réticences. En effet, dans le cadre des consultations menées par l'ISDA sur l'évolution des indices, la majorité des réponses était opposée à la mise en place d'un événement déclencheur antérieur à la disparition effective d'un indice ⁽²⁸⁾.

²⁷ "ISDA Publishes Benchmarks Supplement", ISDA, 19 septembre 2018.

²⁸ "ISDA Letter to FSB OSSG on Pre-Cessation Issues", ISDA, 4 décembre 2019.



La mise en place de telles clauses pose également un problème d'homogénéité du marché. L'insertion ou non d'une telle disposition relève de la liberté contractuelle des parties et il n'existe pas aujourd'hui de consensus.

L'ISDA a également rappelé qu'il est nécessaire que les chambres de compensation « *confirment de manière définitive* » que si l'indice de référence ne devient plus représentatif, elles modifieront l'ensemble des portefeuilles de produits dérivés compensés afin de faire référence à un indice plus « *robuste* ». L'ISDA a souligné l'importance de la coordination entre le marché des produits dérivés et celui des produits de financement.

L'ISDA a publié le 24 janvier 2020 deux lettres reçues de la FCA et de l'IBA en réponse à sa demande de clarification⁽²⁹⁾. Ces courriers contiennent des précisions importantes concernant les modalités et la durée pendant laquelle un LIBOR non représentatif pourrait être publié ainsi que les orientations qui pourraient être prises dans le cas où le LIBOR serait déclaré non-représentatif par la FCA.

La FCA et l'IBA expriment clairement leur intention de réduire autant que possible la durée pendant laquelle un LIBOR non-représentatif serait publié.

La FCA reconnaît par ailleurs dans sa lettre l'existence de contrats qu'il n'est pas techniquement possible de modifier et annonce la création d'un groupe de travail spécifique consacré au thème du « *stock difficile* » (« *legacy tough* ») dans le cadre du *Sterling Risk Free Rate Working Group* se réunissant sous l'égide de la Banque d'Angleterre.

III- Les recommandations du Groupe de travail

3.1 - Synthèse des risques subsistants

La première partie de ce rapport rappelle les conclusions du rapport du HCJP du 20 juillet 2018 sur les aspects juridiques des modifications des indices de référence.

Le groupe de travail avait étudié les risques liés à la continuité des contrats 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 était faible,

²⁹ "New Letters on Pre-cessation Issues Welcome", ISDA, 24 janvier 2020.



mais ne pouvait être totalement exclue, 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, ou encore si les clauses de « *fallback* » adéquates et robustes ne sont pas insérées dans la documentation contractuelle.

La deuxième partie de ce rapport a mentionné les évolutions favorables intervenues depuis ce premier rapport, notamment le fait que l'EURIBOR est désormais conforme au Règlement Benchmark et qu'un indice successeur a été désigné pour l'EONIA, également conforme au Règlement Benchmark. Les acteurs du marché restent néanmoins confrontés aux principales difficultés suivantes :

- si l'application de l'article 28(2) du Règlement Benchmark devrait en principe permettre de s'assurer que les contrats disposent bien de clauses de « *fallback* » en cas de disparition d'un indice, il convient de noter que cette disposition ne s'applique qu'aux contrats conclus après le 1^{er} janvier 2018. Dès lors, il réside une incertitude concernant le traitement du stock de contrats antérieurs à cette date qui n'ont pas de clause de « *fallback* » en cas de disparition d'indices auxquels ces contrats font référence. On ne peut exclure également qu'une incertitude demeure concernant les contrats postérieurs à cette date qui n'auraient pu être modifiés ou qui ne contiendraient de clause de « *fallback* » adéquate. Il est rappelé que la modification du stock de contrats existants soulève des difficultés dans la mesure où la modification ne peut être réalisée, sauf exception, que par avenant s'agissant notamment du *buy-side*, une attention particulière devant être portée à la banque de détail.
- L'EURIBOR est désormais conforme au Règlement Benchmark et aucune disparition n'est prévue à la date de ce rapport. Par ailleurs, le Règlement Benchmark accorde aux autorités le pouvoir d'imposer que les contributions continuent pendant une période allant jusqu'à 5 ans. Toutefois, il n'existe pas encore de taux de substitution pleinement satisfaisant pour le remplacer, si nécessaire ⁽³⁰⁾.
- L'EONIA disparaissant le 2 janvier 2022, les banques doivent prévoir la substitution de l'€STR + 8,5 bp à l'EONIA pour les contrats ayant une échéance postérieure au 2 janvier 2022.
- Le LIBOR pourrait disparaître fin 2021 sans successeur faisant l'objet d'un consensus incontestable du marché. La situation concernant cet indice est donc très préoccupante.
- En cas de disparition d'un indice, le risque théorique de non-continuité des contrats semble faible, mais il n'y a pas de visibilité sur les décisions judiciaires à venir dans la mesure où les juges ont peu de précision sur la façon de traiter les conséquences de la disparition d'un indice. En cas de disparition d'indice, et sans solution législative européenne, les juges pourraient prendre des décisions divergentes dans les différents États membres de l'Union européenne, ce qui serait très insatisfaisant.

³⁰ Les travaux du groupe Euro RFR Working Group sous l'égide de la BCE n'ont pas encore abouti sur ce point.



Afin de pallier ces difficultés, et notamment de fluidifier l'importante tâche opérationnelle de renégociation, le HCJP formule les recommandations suivantes.

3.2 - Les recommandations à destination des autorités et des administrateurs d'indices

Le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris formule les recommandations suivantes aux institutions et autorités françaises et européennes : une intervention législative au niveau européen, des déclarations publiques des autorités européennes et une communication pédagogique à l'attention du public et des investisseurs. Les deux premières initiatives auraient un impact positif sur la compétitivité du droit de l'Union européenne.

3.2.1 - Intervention législative au niveau européen

3.2.1.1 - Les objectifs de l'intervention législative en droit européen

Le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris recommande aux institutions de l'Union européenne l'adoption d'un acte législatif de niveau 1, qui permettrait de faciliter, pour toutes les parties contractantes, la renégociation des contrats en cours, voire de l'éviter, réduisant ainsi les risques opérationnels engendrés par une renégociation de grande ampleur (« *repapering* ») dont le succès est très incertain ⁽³¹⁾. Cette proposition législative viendrait compléter le dispositif normatif européen permettant une transition sans heurts des indices (actuels mais également futurs) afin d'éviter de reproduire les écueils actuellement identifiés et serait en cohérence avec d'autres propositions du même ordre, aux États-Unis notamment ⁽³²⁾.

Le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris propose une rédaction qui s'appuie sur les considérations suivantes :

- centrer le projet de texte sur les cas de disparition d'indices, d'interdiction réglementaire à son utilisation, ou de retrait d'agrément d'un administrateur ;
- une rédaction générique ayant vocation à couvrir la disparition d'indices actuels (ex : l'EONIA, le 3 janvier 2022) mais également de tout indice futur dont l'administrateur est européen ou relève de pays tiers. La rédaction générale fixera également les modalités de désignation des indices successeurs sans les désigner nommément ;

³¹ À ce jour, le volume des contrats concernés par une telle opération de *repapering* reste néanmoins encore à déterminer. Il convient par ailleurs de noter que l'intervention législative recommandée dans ce rapport s'appliquerait aux contrats soumis à un droit d'un pays de l'Union Européenne.

³² Aux États-Unis, l'ARRC a fait une proposition de ce type. À ce stade, la position du législateur n'est pas connue.



- proposer une disposition générale, valable pour tous types de contrats et instruments régis par un droit d'un pays de l'Union européenne faisant référence à un indice utilisé comme référence en Europe (LIBOR, EURIBOR, TIBOR, EONIA, etc.) ;
- préconiser une approche en « cascade » : par ordre de priorité décroissant, il est proposé de faire référence au taux qui serait choisi ou recommandé par une autorité compétente (banque centrale, autorité de marché ou autorité monétaire) ou, à défaut, qui serait accepté comme un indice successeur par le marché (*industry-accepted successor benchmark*) ; ou à défaut, il est proposé de s'appuyer sur une disposition qui pourrait se rapprocher de celle du droit français (article 1167 du code civil, dont la rédaction est issue de la récente réforme du droit des contrats et des obligations) en mettant en avant la notion d'indice ou de taux « le plus proche » ;
- considérer que l'acte législatif de niveau 1 serait supplétif de la volonté des parties cocontractantes ;
- assurer une application du texte à la fois aux nouveaux contrats et aux contrats en cours.
- Au soutien d'une telle intervention législative auprès du législateur européen, il conviendra d'étayer cette demande des données chiffrées concernant les contrats éventuellement concernés, à savoir les contrats soumis à un droit de l'Union Européenne qui font référence à un indice amené à disparaître et qui ne disposent pas déjà d'une clause de « *fallback* » adéquate.

3.2.1.2 - La proposition rédactionnelle

La proposition rédactionnelle serait la suivante :

“Except as otherwise agreed by the parties to a relevant agreement, when a benchmark (as defined in Regulation EU 2016/1011) has ceased to exist, or has been discontinued or is no longer available (except on a temporary basis), or its use is prohibited under applicable laws, the relevant amount, value or performance measure shall instead be determined by reference to (in the following order of priority):

- a) The alternative benchmark that is selected or recommended by the Relevant Governmental Body, plus any Benchmark Replacement Adjustment;*
- b) The alternative benchmark that is an industry-accepted successor benchmark plus any Benchmark Replacement Adjustment; or*
- c) The alternative benchmark that is closest to the benchmark that is being replaced, plus the Benchmark Replacement Adjustment.*

An alternative benchmark may be selected only if it is authorised for use by supervised entities in accordance with Article 29 of Regulation EU 2016/1011 to the extent such authorisation is required. The source of publication and method of calculation of an alternative benchmark shall be in accordance with industry-accepted practices.



For these purposes:

“Benchmark Replacement Adjustment” means the spread adjustment, or method for calculating such spread adjustment, which may be positive, negative or zero, selected or recommended by the Relevant Governmental Body for the applicable benchmark, or if no such adjustment or method is so selected or recommended, an industry-accepted adjustment or method, or if there is no such industry-accepted adjustment or method, an adjustment or method determined so as to minimise the transfer of value between the parties arising solely as a result of the replacement of the benchmark. and to preserve the economic characteristics of the agreement.

“Relevant Governmental Body” means the central bank, reserve bank, monetary authority or any similar institution in the jurisdiction of the relevant currency, or that is otherwise competent to make a selection or recommendation with respect to the replacement of the relevant benchmark.”

3.2.1.3 - La compétence de l'Union Européenne et la nature de l'acte législatif

Compte tenu des délais inhérents à l'adoption d'un texte législatif européen de niveau 1 (proposition de la Commission européenne, position commune du Conseil et amendements du Parlement européen, potentialité d'un trilogue entre les trois institutions), il nous semble impératif de faire débiter cette procédure rapidement, afin qu'elle puisse techniquement être adoptée avant la disparition de l'EONIA début 2022.

Il ne fait guère de doutes que l'Union européenne dispose d'une compétence pour adopter un acte juridique en vue de garantir la continuité des contrats. La base juridique adaptée à cet effet est l'article 114 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. À l'instar du Règlement Benchmark qu'il entend modifier, l'acte législatif envisagé aurait pour objet l'établissement et le fonctionnement du marché intérieur, au sens de l'article 114 TFUE. En revanche, il convient d'établir la nature de l'acte juridique que l'Union peut adopter.

Selon une jurisprudence constante, les dispositions du droit de l'Union s'appliquent immédiatement, dès leur entrée en vigueur, aux contrats en cours, mais uniquement en ce qui concerne leurs effets futurs⁽³³⁾. Toutefois, l'applicabilité immédiate des normes nouvelles doit se faire dans le respect de la sécurité juridique, ce qui implique une confiance légitime⁽³⁴⁾ dont la Cour de justice a retenu une acception restrictive.

Ainsi, elle a affirmé que « le champ d'application [du principe de protection de la confiance légitime] ne saurait (...) être étendu jusqu'à empêcher, de façon générale, une réglementation nouvelle de s'appliquer

³³ CJCE, 29 janvier 2002, Pokrzeptowicz-Meyer, C-162/00, ECLI:EU:C:2002:57, points 51-52.

³⁴ CJCE, 4 juillet 1973, Westzucker GmbH, 1/73, ECLI:EU:C:1973:78.



aux effets futurs de situations nées sous l'empire de la réglementation antérieure »⁽³⁵⁾. Selon la Cour de justice, l'existence d'un contrat ne suffit pas à faire naître une confiance légitime dans le maintien de la réglementation en vigueur lors de sa conclusion⁽³⁶⁾. La Cour de justice se montre particulièrement sévère à l'égard des opérateurs avertis, auxquels la confiance légitime n'est pas reconnue⁽³⁷⁾.

Le choix d'un acte législatif s'avère dès lors nécessaire en ce que les dispositions transitoires prévues par l'article 51 du Règlement Benchmark⁽³⁸⁾ ne sont pas suffisantes pour faire face aux potentiels risques contractuels inhérents à la cessation ou à la modification des indices de référence. Si l'article 51, paragraphe 6, du Règlement Benchmark prévoit une délégation à la Commission européenne, cela ne signifie pas pour autant que la continuité des contrats pourrait être prévue par un acte délégué adopté par cette institution. En effet, la portée de la délégation prévue par l'article 51, paragraphe 6, est strictement déterminée.

D'un point de vue matériel, les mesures concernent les hypothèses où la cessation ou la modification d'un indice de référence *« entraînerait raisonnablement un cas de force majeure, compromettrait ou enfreindrait de toute autre manière les conditions d'un contrat financier ou d'un instrument financier, ou les règles d'un fonds d'investissement »*. D'un point de vue temporel, la période visée est celle qui s'étend jusqu'au 1^{er} janvier 2020⁽³⁹⁾. Ainsi, l'article 51, paragraphe 6, ne constitue pas la base juridique idoine pour adopter un acte visant à garantir la continuité des contrats.

En tout état de cause, un acte délégué ne peut pas comporter les éléments essentiels d'un domaine lesquels sont réservés à l'acte législatif. La Cour de justice exclut ainsi de la délégation les dispositions dont l'adoption nécessite d'effectuer des choix politiques relevant des responsabilités propres du législateur de l'Union⁽⁴⁰⁾. La question de savoir quels sont les éléments d'une matière qui doivent être qualifiés d'essentiels ne relève pas de la seule appréciation du législateur de l'Union, mais doit se fonder sur des éléments objectifs susceptibles de faire l'objet d'un contrôle juridictionnel⁽⁴¹⁾. C'est dès lors au cas par cas que la Cour de justice identifie les éléments essentiels d'un acte législatif, selon le domaine d'intervention, les particularités, ou encore les objectifs de la réglementation considérée.

³⁵ CJCE, 16 mai 1979, Tomadini, 84/78, ECLI:EU:C:1979:129, point 21.

³⁶ CJCE, Westzucker GmbH, 1/73, précité, points. 6 et s. (voir aussi : CJCE, 29 janvier 2002, Pokrzeptowicz-Meyer, C-162/00, points 54 et s.).

³⁷ Voir par exemple CJCE, 10 décembre 1975, Coopératives agricoles de céréales c. Commission et Conseil, 95 à 98/74, 15 et 100/75 (calcul des montants compensatoires), ECLI:EU:C:1975:172.

³⁸ Voir aussi règlement délégué (UE) 2018/67 de la Commission du 3 octobre 2017 complétant le règlement (UE) 2016/1011 du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne l'établissement des conditions permettant de déterminer l'incidence de la cessation ou de la modification d'indices de référence existants, JOUE L 12 du 17 janvier 2018, p. 14.

³⁹ Certes, les paragraphes 4 et 6 du règlement ne se réfèrent pas expressément à cette période. Néanmoins, ils s'inscrivent dans une disposition qui fixe l'échéance de cette période transitoire au 1^{er} janvier 2020. Or, l'article 290, paragraphe 1, second alinéa, TFUE prévoit que l'acte législatif doit délimiter explicitement la durée de la délégation de pouvoir.

⁴⁰ CJUE, Gde ch., 5 septembre 2012, Parlement c. Conseil, C-355/10, ECLI:EU:C:2012:516, point 65.

⁴¹ Ibid., point 67.



En revanche, selon la Cour de justice, les dispositions relatives à la protection des droits fondamentaux sont « *d'une importance telle qu'est rendue nécessaire l'intervention du législateur de l'Union* » ⁽⁴²⁾. Lorsqu'elles restreignent l'exercice des droits fondamentaux, les dispositions du droit de l'Union doivent systématiquement être assimilées à des éléments essentiels d'une législation considérée. Est ici en cause la liberté contractuelle telle qu'elle découle de l'article 16 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne ⁽⁴³⁾.

Selon l'article 52, paragraphe 1, de la Charte, toute limitation de l'exercice des droits et libertés reconnus par la Charte doit être prévue par la loi et respecter le contenu essentiel desdits droits et libertés. Dans le respect du principe de proportionnalité, des limitations ne peuvent être apportées que si elles sont nécessaires et répondent effectivement à des objectifs d'intérêt général reconnus par l'Union ou au besoin de protection des droits et libertés d'autrui. Si on considère que le principe de continuité des contrats constitue une limitation à l'exercice de la liberté contractuelle, une telle limitation peut néanmoins respecter la Charte dès lors qu'elle est prévue par la loi (adoption d'un règlement) qu'elle est nécessaire et qu'elle répond effectivement à un objectif d'intérêt général. Dans la continuité des arrêts *Ledra* et *Dowling*, on peut considérer que la stabilité financière constitue un objectif d'intérêt général ⁽⁴⁴⁾.

C'est pourquoi, l'adoption d'un acte législatif selon la procédure législative ordinaire s'avère nécessaire. Le choix d'un règlement est préférable à celui d'une directive qui, outre la difficulté liée au délai de transposition, ne permet pas de retenir une solution uniformisée dans le marché intérieur.

3.2.2 - Des déclarations publiques des autorités européennes

Le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris recommande une déclaration publique de l'ESMA (voire de la Commission européenne) pour renforcer la légitimité des indices de substitution, et pour faciliter la renégociation des contrats (voire éviter leur renégociation). Il s'agit de demander aux autorités, qui ont co-piloté la transition des indices de taux en euro, d'accompagner la mise en œuvre réglementaire et opérationnelle de cette transition.

La lettre (3 septembre 2019) du Vice-Président de la Commission européenne et le discours (25 septembre 2019) du Président de l'ESMA ne remettent pas en question l'importance de telles déclarations publiques.

⁴² CJUE, *Parlement c. Conseil*, C-355/10, précité, point 77.

⁴³ L'article 16 consacre la liberté d'entreprise. Toutefois, la Cour de justice considère que consacre la liberté d'entreprise laquelle comporte la liberté contractuelle. L'explication ad article 16 relative à la Charte confirme que la liberté contractuelle fait partie de la liberté d'entreprise et peut être soumise aux limitations prévues par l'article 52, paragraphe 1, de la Charte. CJUE, 17 octobre 2013, *Herbert Schaible c. Land Baden-Württemberg*, C-101/12, ECLI:EU:C:2013:661, point 25.

⁴⁴ CJUE, Gde ch., 20 septembre 2016, *Ledra Advertising Ltd*, C-8/15 P à C-10/15 P, ECLI:EU:C:2016:701, point 74 ; CJUE, Gde ch., 8 novembre 2016, *Gerard Dowling e.a.*, C-41/15, ECLI:EU:C:2016:836, points 45-51.



3.2.2.1 - Concernant l'€STR

Il s'agit de la recommandation la plus attendue, puisque l'EONIA (auquel succède l'€STR) disparaîtra le 2 janvier 2022 et que certains contrats référant l'EONIA ont une échéance postérieure au 2 janvier 2022. Deux approches sont ici envisageables :

o Une recommandation incluant une désignation explicite de l'indice de « substitution ».

Cette approche serait la plus directe, globale et efficace pour l'ensemble des parties aux transactions faisant référence à ces indices. Elle consisterait à désigner l'€STR comme le successeur officiel et naturel de l'EONIA, qui disparaîtra le 2 janvier 2022. Pour les contrats en cours, y compris ceux ayant une maturité postérieure à 2021, une référence à l'EONIA devrait être interprétée comme une référence à €STR + 0,085 % ⁽⁴⁵⁾.

La recommandation pourrait, à cette fin, sur la base des éléments mis en avant pour la communication pédagogique visée ci-dessous :

- rappeler la conformité aux exigences réglementaires et la bonne fin opérationnelle de la transition entre les deux indices (méthodologie, calcul et publication de l'indice de substitution ; mise en œuvre opérationnelle),
- souligner que le nouvel indice reflète la même réalité économique que l'indice initial,
- rappeler que l'objet du « *spread* » de 0,085% ⁽⁴⁶⁾ est d'annuler tout transfert de valeur entre les parties au jour de la transition (et que de ce fait la transition est économiquement neutre pour les contreparties),
- conclure à la pérennité de l'indice €STR et à la continuité des contrats y faisant référence.

o Une recommandation sans désignation explicite de l'indice de « substitution ».

Cette approche serait un peu moins engageante pour les autorités européennes, tout en restant protectrice des intérêts de l'ensemble des utilisateurs de l'indice.

Sur la base des éléments mis en avant pour la communication pédagogique visée ci-dessous, il s'agirait ici de recommander, en cas de disparition d'un indice (l'EONIA en janvier 2022), de choisir un indice de substitution et un « *spread* » respectant les critères suivants :

⁴⁵ N.B. La recommandation du groupe de travail BCE prévoit que les chambres de compensation (CCPs) et credit support annex (CSA) puissent passer la rémunération du collatéral à €STR sans « *spread* » dans la mesure où le collatéral couvre à la fois des engagements passés avant la date de bascule et après. Ce rapport ne s'oppose pas à cette recommandation.

⁴⁶ "ECB provides a one-off spread between €STR and EONIA", BCE, 31 mai 2019.



- un indice qui reflète la même réalité économique que l'indice initial (ou une réalité économique la plus proche possible),
- un indice dont la méthodologie, le calcul et la publication sont fiables et conformes aux exigences posées par les textes européens, voire qui a été recommandé par des institutions et autorités européennes, dont la mise en œuvre opérationnelle est satisfaisante, et dont la pérennité paraît assurée,
- un « *spread* » qui permet de minimiser ou d'annuler tout transfert de valeur indu entre les parties au jour de la transition.

3.2.2.2 - Concernant l'EURIBOR

L'approche quant à l'EURIBOR est différente de celle de l'EONIA, sa transition étant uniquement une mise en conformité avec la réglementation européenne, comme indiqué ci-dessus.

La recommandation pourrait, à cette fin, sur la base des éléments mis en avant pour la communication pédagogique visée ci-dessous :

- rappeler la conformité aux exigences réglementaires et la bonne fin opérationnelle de la transition (méthodologie, calcul et publication de l'indice de substitution ; mise en œuvre opérationnelle),
- souligner que l'indice dont la méthodologie a été ajustée reflète la même réalité économique que l'indice d'origine,
- souligner la pérennité de l'indice EURIBOR et la continuité des contrats y faisant référence.

Le rapport du groupe de travail sur les taux Euro sans risques (« *working group on euro risk-free rates* ») publié le 6 novembre 2019 est explicite sur ce point :

“The situation for EURIBOR is different from EONIA, as EURIBOR is not scheduled to be discontinued. As a consequence, contracts and financial instruments referencing EURIBOR do not need to transition to a new rate, but need to incorporate new or improved fallback provisions. This would reduce potential uncertainties in the event of the potential disruption to EURIBOR and would be in line with the recommendations of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO). For supervised entities and financial instruments and contracts that fall within the scope of the BMR, introducing robust fallbacks would also contribute to meeting the requirements laid down in the BMR. Market participants may also assess whether €STR could be used as an alternative benchmark for new financial instruments and contracts for certain asset classes.”

3.2.3 - Une communication pédagogique à l'attention du public, des sociétés commerciales et des investisseurs

Le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris recommande également aux autorités européennes (la Commission européenne ou l'ESMA, voire la BCE) et aux autorités françaises



(l'AMF ⁽⁴⁷⁾, et/ou la Banque de France) d'effectuer une communication de sensibilisation et à but pédagogique à destination du public, et plus particulièrement des utilisateurs des indices et notamment les sociétés commerciales.

L'objectif de cette communication serait multiple.

• Rappeler le calendrier des transitions des indices EURIBOR et EONIA

- Le calendrier de transition prévu par le Règlement européen sur les indices de marché, avec une transition étendue de 2 ans (jusqu'au 1^{er} janvier 2022).

- Pour l'EURIBOR, la mise en adéquation de la méthodologie du calcul de l'indice effectuée par EMMI au Règlement Benchmark, achevée en novembre 2019.

- Pour l'EONIA, la transition vers un nouvel indice successeur, l'€STR via une « recalibration » de l'EONIA, aux termes de laquelle, à compter du 2 octobre 2019, l'EONIA est égal à €STR + un « spread » de 0,085 % (8,5bp).

• Indiquer que le cadre de la transition des indices EURIBOR et EONIA respecte les exigences posées par le règlement européen sur les indices de marché

- Pour l'EURIBOR, l'indice respecte désormais les exigences du règlement européen de calculer l'indice d'abord sur la base de données transactionnelles, mais sans exclure des données non-transactionnelles en cas d'indisponibilité des données transactionnelles.

- Pour l'EONIA, sa « recalibration » (sous la forme d'un « spread » par rapport à l'€STR) a été effectuée sur les bases des recommandations du groupe de travail européen « Risk-free-rate » (auquel ont participé la Commission européenne, l'ESMA, la BCE et la FSMA).

- Pour l'EURIBOR et l'EONIA, l'agrément de l'EMMI par la FSMA comme administrateur acte la reconnaissance de la conformité réglementaire de la transition.

⁴⁷ L'AMF a répondu favorablement et concrètement à cette recommandation en publiant sur son site, le 9 décembre 2019, un communiqué qui rappelle les évolutions réglementaires, les dates de disparition de certains indices critiques comme l'EONIA et le LIBOR et encourage les utilisateurs français d'indices à préparer la transition vers de nouveaux taux sans risques et à se tenir informés des travaux du groupe de travail RFR. Le communiqué précise que « l'indice de substitution de l'EONIA, au regard des publications de la BCE et des travaux du WG RFR, semble devoir être l'€STR + 8,5 points de base ». Le communiqué fait aussi référence au rapport du HCJP de juillet 2018, notamment la mention de l'article 1167 du Code Civil, qui prévoit que lorsqu'un indice a cessé d'exister, « celui-ci est remplacé par l'indice qui s'en rapproche le plus », et à la conclusion du rapport du HCJP, selon laquelle « le risque de caducité du contrat apparaît limité en droit français ». Par ailleurs, concernant la demande d'une déclaration publique de l'ESMA sur le fait qu'€STR + 8,5 points de base est le successeur naturel de l'EONIA, l'AMF estime que la BCE soutient déjà publiquement la légitimité de l'€STR en publiant les travaux du groupe de travail RFR et dans la mesure où elle a calculé elle-même le spread de 8,5 points de base. Concernant notre demande d'un soutien législatif européen de niveau 1, l'AMF observe que cette demande devrait être étayée par des chiffres sur le nombre de contrats concernés et leurs encours.



- Il faut aussi rappeler l'importance, pour les utilisateurs de ces indices, de s'accorder sur une clause de substitution (« *fallback* ») pour les contrats concernés, afin de respecter pleinement les dispositions du texte européen.

• Indiquer que la conformité réglementaire permet d'être serein sur la pérennité des indices EURIBOR et EONIA et de son indice successeur

Cette pérennité justifie et garantit la continuité des contrats faisant référence à ces indices.

3.2.4 - Une communication à l'attention des autorités américaines et britanniques

La disparition du LIBOR, fin 2021 ⁽⁴⁸⁾, et l'absence de taux de substitution satisfaisant sont une source de préoccupation majeure pour les acteurs français et européens. Bien que les autorités britanniques et américaines aient créé des groupes de travail pour préparer la transition, nous recommandons aux autorités françaises et européennes d'attirer l'attention de leurs homologues britanniques et américaines sur le fait que la disparition du LIBOR est un sujet d'importance majeure dans l'Union européenne, de très nombreux contrats régis par un droit de l'Union européenne utilisant les différents tenors des LIBOR (dans plusieurs devises) comme indices de référence.

3.3 - Les recommandations à destination des acteurs de marché

Le présent rapport du Groupe de travail du HCJP invite tous les utilisateurs d'indices, sachant que cette invitation ne se limite pas aux institutions financières mais s'adresse à l'ensemble du marché et notamment aux emprunteurs, à poursuivre la préparation des différentes étapes visant à remplacer les indices de référence amenés à disparaître par des indices de référence de substitution.

Les recommandations énoncées au paragraphe 6.1 du précédent rapport du HCJP sur les impacts de la modification ou de la cessation des indices de référence restent à cet effet toujours pertinentes ⁽⁴⁹⁾.

⁴⁸ Cf. *supra* II, B, 3) LIBOR.

⁴⁹ À savoir : « **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.



Leur mise en œuvre, si elle n'a pas déjà débuté, devrait désormais être une priorité pour les utilisateurs d'indices.

Le présent rapport recommande en outre plus spécifiquement de procéder dès que possible (et en tout état de cause sans attendre une éventuelle intervention législative telle que recommandée par le présent rapport) à la modification des contrats faisant référence aux indices amenés à disparaître (notamment l'EONIA et le LIBOR, dont la cessation de publication est déjà annoncée) afin de prévoir leur substitution par un indice de référence alternatif. Il est également important de cesser d'utiliser les anciens indices susceptibles de disparaître dans les nouveaux contrats.

Il est enfin recommandé que les acteurs bancaires relayent auprès de leurs contreparties non bancaires les recommandations formulées par le HCJP ainsi que les différents travaux de place et européens concernant la transition vers des indices de référence alternatifs, tels que ceux du *working group on euro risk-free rates*.

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). »



TABLE DES MATIERES

Introduction	2
---------------------------	---

I- Rappel des principales conclusions du précédent rapport du HCJP sur les impacts de la modification ou de la cessation des indices de référence	4
--	---

1.1- Le principe de continuité des contrats en cours pour les contrats comportant une clause de « <i>fallback</i> ».....	4
1.1.1- Le principe général d'application de la clause de « <i>fallback</i> ».....	4
1.1.2- Les anciennes et les nouvelles clauses de « <i>fallback</i> ».....	5
1.1.2.1- Application en matière de prêts aux entreprises (standard LMA).....	5
1.1.2.2- Applications en matière de marché de capitaux (dette).....	6
1.1.2.3- Applications en matière de produits dérivés.....	7
1.2- Les risques juridiques pour les contrats ne comportant pas de clauses de « <i>fallback</i> ».....	8
1.2.1- La modification d'indice dans les contrats soumis au droit français.....	9
1.2.2- La modification d'indice dans les contrats soumis au droit de l'État de New York...	11
1.2.3- La modification d'indice dans les contrats soumis au droit anglais.....	12

II- État des lieux des évolutions liées à la modification des indices de référence	13
---	----

2.1- Les propositions de modification du Règlement Benchmark.....	13
2.1.1- Les modifications du Règlement Benchmark.....	13
2.1.2- La consultation générale en vue de la révision du Règlement Benchmark.....	14
2.2- L'émergence des indices de remplacement.....	15
2.2.1- EONIA, la transition vers l'€STR.....	15
2.2.1.1- L'EONIA dans sa forme originelle ne répondait plus aux critères définis dans le Règlement Benchmark.....	15
2.2.1.2- L'EONIA recalibré et la publication de l'€STR.....	16
2.2.1.3- Les principales recommandations du groupe de travail RFR.....	17
2.2.2- L'EURIBOR.....	17
2.2.2.1- La situation de l'EURIBOR est différente de celle de l'EONIA.....	17
2.2.2.2- Les réformes menées par l'EMMI, administrateur de l'EURIBOR.....	19
2.2.2.3- Travaux du groupe de travail RFR.....	21
2.2.3- LIBOR.....	22
2.2.3.1- LIBOR GBP vers le SONIA.....	23
2.2.3.2- LIBOR USD vers le SOFR.....	24
2.2.3.3- Le LIBOR en matière de produits dérivés.....	26



III- Les recommandations du Groupe de travail	28
3.1- Synthèse des risques subsistants.....	28
3.2 - Les recommandations à destination des autorités et des administrateurs d'indices.....	30
3.2.1- Intervention législative au niveau européen.....	30
3.2.1.1- Les objectifs de l'intervention législative en droit européen.....	30
3.2.1.2- La proposition rédactionnelle.....	31
3.2.1.3- La compétence de l'Union Européenne et nature de l'acte législatif.....	32
3.2.2- Des déclarations publiques des autorités européennes.....	34
3.2.2.1- Concernant l'€STR.....	35
3.2.2.2- Concernant l'EURIBOR.....	36
3.2.3- Une communication pédagogique à l'attention du public, des sociétés commerciales et des investisseurs.....	36
3.2.4- Une communication à l'attention des autorités américaines et britanniques.....	38
3.3- Les recommandations à destination des acteurs de marché.....	38
Table des matières	40
Composition du Groupe de travail	42



COMPOSITION DU GROUPE DU TRAVAIL



COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL
« Rapport complémentaire sur les 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
- **Andrew BERNSTEIN**, Avocat associé, Cleary Gottlieb Steen & Hamilton
- **Alice BONARDI**, Directrice CIB Legal France – Global Markets, BNP Paribas
- **Thomas BRISSET**, Direction Générale du Trésor
- **Olivier COUPARD**, Direction Juridique de Crédit Agricole Corporate and Investment Bank
- **Nadège DEBENEY**, Avocat à la Cour, Jones Day
- **Noémie DENTU**, Direction Juridique de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution
- **Bruno FITSCH-MOURAS**, Association Française des Trésoriers d'Entreprise
- **Jean-Baptiste FOREST**, Avocat à la Cour, SCP Baraduc-Duhamel-Rameix – Avocats au Conseil d'État et à la Cour de cassation
- **Gérard GARDELLA**, ancien Directeur Juridique Groupe Société Générale, Secrétaire Général du HCJP
- **David HOROWITZ**, Doctorant de l'Université Panthéon-Assas (Paris II)
- **Patricia LE BESNERAIS**, Direction Juridique Groupe BPCE
- **Francesco MARTUCCI**, Professeur agrégé des Facultés de droit, Université Panthéon-Assas (Paris II)
- **Olivier MITTELETTE**, Directeur Banque d'Investissement et de Marché, Fédération Bancaire Française
- **Michel PRADA**, Inspecteur Général des Finances Honoraire, ancien Président de l'Autorité des Marchés Financiers, membre du HCJP



- **Wilfrid SCHERK**, Chargé de mission Banque d'Investissement et de Marché, Fédération Bancaire Française
- **Nassera TAMER**, Banque de France
- **Adrien THOMAS**, Autorité des Marchés Financiers
- **Francis VICARI**, Direction Juridique de Crédit Agricole SA
- **Laurent VINCENT**, Avocat associé, Gide, Loyrette, Nouel