



CLAUSE DE FALLBACK, QUEL TAUX POUR REMPLACER L'EURIBOR?

JESSICA MARCIANO, YANIV OHNONA







CLAUSE DE FALLBACK, QUEL TAUX POUR REMPLACER L'EURIBOR?

Auteurs: Jessica Marciano et Yaniv Ohnona.

SOMMAIRE

1.	cor	NTEXTE GÉNÉRAL	7
	1.1	Le besoin de réformer les indices de référence	7
	1.2	Le contexte réglementaire	
	1.3	Les nouveaux indices de référence	8
	1.4	Cas particulier de l'EURIBOR	9
2.	LA I	DISPOSITION DE REPLI	11
	2.1	Définition de la disposition de repli (fallback provision)	11
	2.2	Les raisons pour lesquelles il faut introduire une fallback provision pour l'EURIBOR	
	2.3	Les clauses de fallback déjà implémentées - panorama de l'industrie	12
3.		PROPOSITIONS DU « WORKING GROUP » LA BCE POUR LE FALLBACK DU TAUX EURIBOR	15
	3.1	Quels sont les évènements déclencheurs (« triggers ») de la clause du fallback pour le taux Euribor ?	15
	3.2	Quelle courbe de taux doit on utiliser pour remplacer l'Euribor ?	17
	3.3	Quel spread à appliquer entre l'EURIBOR et les taux de repli ?	21
4.		MMENT APPRÉHENDER LES IMPACTS POUR LES BANQUES NSTITUTIONS FINANCIÈRES ?	23
	4.1	Dimensionner la prise en compte de la disposition de fallback à la probabilité qu'elle soit activée	
	4.2	Notre conviction, un plan d'action à 3 niveaux	23
5.	COI	NCLUSION	27
6.	COI	NTACTS	29





1.

CONTEXTE GÉNÉRAL

1.1 LE BESOIN DE RÉFORMER LES INDICES DE RÉFÉRENCE

Suite au scandale lié aux manipulations du LIBOR révélées en 2012 et à la baisse de liquidité sur les marchés sous-jacents des principaux taux de référence, l'industrie financière et les autorités de régulation ont considéré qu'il convenait de réformer de manière drastique les indices de référence des marchés financiers : une telle réforme était une nécessité afin de restaurer la confiance des acteurs et même, plus largement, des opinions publiques, quant à l'efficacité, la transparence et l'équité des marchés financiers.

Cette réforme des indices de référence devait, aux yeux des acteurs de marché et des autorités, permettre de définir de nouveaux indices, qui respecteraient les caractéristiques suivantes :

- Le taux de référence doit être déterminé à partir de données réelles issues d'un marché suffisamment liquide et actif, et fournissant une juste représentation des taux d'intérêts sur les marchés monétaires ;

- Le taux doit permettre d'offrir une référence utilisable hors des seuls marchés monétaires.
 Le taux doit notamment permettre l'actualisation des contrats dérivés sur plusieurs maturités afin de permettre la construction d'une structure par terme;
- Le taux doit pouvoir être utilisé aussi bien dans le cas de prêts consentis que pour les emprunts réalisés par les banques. En effet, les banques prêtant des fonds sur la base d'un taux de référence doivent pouvoir se financer et se couvrir sur la base du même taux au risque de prendre un risque de divergence entre les taux de leurs prêts et de leurs emprunts.

1.2 LE CONTEXTE RÉGLEMENTAIRE

1.2.1 Les recommandations de l'OICV-IOSCO

L'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV-IOSCO) est l'organisme qui regroupe l'ensemble des régulateurs mondiaux



sur les marchés financiers dans le but de définir les principaux standards internationaux. Elle a publié en 2013 une liste de recommandations pour la réforme des indices financiers, insistant notamment sur la nécessité de produire des indices de taux basés sur des transactions effectives dans des marchés actifs et sur la nécessité d'inclure des règles de gouvernance au sein des administrateurs d'indices.

Les recommandations les plus importantes de l'OICV-IOSCO consistaient à incorporer les propriétés suivantes aux indices de référence :

- Les transactions au jour le jour doivent être basées sur des taux sans risque (RFRs : Risk Free Rates) dont les volumes sont importants;
- Les transactions à prendre en compte ne doivent pas se limiter aux seules transactions bancaires mais doivent inclure d'autres contreparties financières comme les fonds monétaires et les compagnies d'assurance;
- Se baser sur des transactions garanties plutôt que des transactions non garanties.

Les indices de taux sans risque qui ont par la suite été proposés et retenus pour les devises les plus importantes ne remplissent pas l'ensemble des critères proposés par IOSCO. Par ailleurs, les taux sans risque proposés ne permettent pas encore d'offrir les capacités de couverture requises par les banques pour encadrer leurs risques de bilan.

1.2.2 La réglementation BMR

La réglementation BMR (Benchmark Regulation) définit les règles spécifiques à la gouvernance, la production et l'usage des principaux indices de référence en vigueur au sein de l'Union Européenne, à savoir l'EONIA et l'EURIBOR. Les indices de taux doivent se conformer à la réglementation BMR sous peine d'être remplacés.

1.3 LES NOUVEAUX INDICES DE RÉFÉRENCE

A partir de 2014, des groupes de travail dirigés par les principales banques centrales ont fait émerger de nouveaux taux de référence.

La liste des nouveaux taux sans risque ci-dessous montre que certaines propriétés des nouveaux taux ne sont pas totalement alignées sur les recommandations OICV-IOSCO, notamment pour ce qui concerne le caractère garanti, ou non, des transactions ainsi que l'inclusion des contreparties non bancaires.

Tableau 1 : Aperçu des nouveaux indices de référence des taux sans risque (RFR)

Devise	Ancien taux	Nouveau taux	Caractéristiques nouveaux taux			
			Taux sans risque	Ne se limite pas aux contreparties bancaires	Transactions garanties	
Euro	EONIA	ESTER	✓	✓	×	
USD	USD	SOFR	✓	✓	✓	
GBP	LIBOR	SONIA	✓	✓	×	
CHF	LIBOR	SARON	✓	×	✓	
JPY	TIBOR	TONAR	✓	✓	×	



Même si chaque devise majeure a son nouveau taux de référence pour les transactions « overnight », il convient de souligner que de nombreux contrats financiers ne sont pas adossés à des taux « overnight » mais à des taux à échéance plus longue. Il revient donc aux acteurs de l'industrie de s'accorder sur des taux de référence pour les échéances plus longues et de s'assurer que ces taux soient conformes à la réglementation BMR.

Par exemple, pour l'euro, le taux EURIBOR est le plus utilisé pour des échéances supérieures à une journée, et ce taux risquait de devenir inutilisable car non conforme à BMR.

1.4 CAS PARTICULIER DE L'EURIBOR

L'EURIBOR a fait l'objet d'une réforme méthodologique en 2019, pour le rendre conforme aux exigences réglementaires fixées dans le règlement BMR. Le nouvel EURIBOR, (EURIBOR « hybride ») sera calculé selon une méthodologie hybride basée sur des transactions effectives (dans la mesure où elles existent), et sur des jugements d'experts. Ce nouveau taux devait initialement entrer en vigueur fin 2019, mais la Commission Européenne a accordé un délai supplémentaire de 2 ans aux institutions financières. La fin de l'EURIBOR actuel est donc programmée pour 2022.

Toutefois, la viabilité à long terme de l'EURIBOR dépend de multiples facteurs tels que la volonté permanente du panel des banques contributrices de le soutenir, et à l'existence ou à l'absence d'une activité suffisante sur son marché sousjacent. Les banques doivent donc se préparer à tous les scénarios, y compris celui de la disparition possible de cet indice de référence.





2. LA DISPOSITION DE REPLI

2.1 DÉFINITION DE LA DISPOSITION DE REPLI (FALLBACK PROVISION)

La disposition de repli (Fallback provision) est une clause figurant sur les contrats financiers adossés à un indice de référence (l'EURIBOR par exemple), et qui détermine le taux à utiliser dans le cas où l'indice de référence ne serait plus disponible.

Une disposition de repli doit contenir 4 éléments :

- L'évènement qui déclenche le passage du taux initial au taux de repli. (« trigger event »);
- La date à partir de laquelle le changement de taux doit avoir lieu ;
- Le taux de repli ;
- Le spread à appliquer si l'utilisation de la clause de repli aboutissait à un résultat économique différent du taux initial.

2.2 LES RAISONS POUR LESQUELLES IL FAUT INTRODUIRE UNE FALLBACK PROVISION POUR L'EURIBOR

La méthodologie de calcul hybride du taux EURIBOR a été validée par le régulateur et il pourra encore être utilisé comme taux de référence dans les contrats financiers. L'utilisation d'une disposition de repli n'apparait donc pas comme une urgence absolue.

Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE a toutefois souligné l'importance de la mise en place d'une fallback provision en comparant cette disposition à une ceinture de sécurité.

L'EURIBOR continue en effet à être massivement utilisé dans l'ensemble des contrats financiers et les contreparties seraient exposées à des risques



très importants si la publication de l'EURIBOR était amenée à disparaitre.

Par ailleurs, l'article 28 alinéa 2 de la réglementation BMR impose aux institutions financières qui utilisent des taux de référence, de rédiger des plans d'actions pour pallier les risques de non publication de ces taux.

L'insertion de ces clauses de repli est donc un élément clé de ces plans d'actions.

2.3 LES CLAUSES DE FALLBACK DÉJÀ IMPLÉMENTÉES - PANORAMA DE L'INDUSTRIE

La question des dispositions de repli a déjà été posée à diverses associations professionnelles de l'industrie financière qui ont chacune fournie des propositions pour répondre à l'enjeu que posent les dispositions de repli :

Loan Market Association (LMA):

La LMA, association regroupant 750 institutions impliquées dans le crédit syndiqué, a inclus dès 2004 dans sa documentation une clause de remplacement du taux de référence applicable dans le cas où il deviendrait indisponible. Cette clause précise que le taux de remplacement devrait être approuvé :

- Par l'emprunteur,
- Par la majorité des prêteurs,

En 2008, la LMA a revu et enrichi sa clause de fallback :

 Les conditions pour lesquelles le taux peut être remplacé ont été étendues et ne se limitent plus à la seule non disponibilité du taux de référence. La décision de remplacer le taux doit être prise à la majorité qualifiée des prêteurs et emprunteurs.

Association for Financial Markets in Europe (AFME):

L'AFME a publié un modèle de contrat applicable aux obligations titrisées. Ce modèle propose un mécanisme de transition vers un taux alternatif dans le cas où l'EURIBOR ne serait plus disponible, sans toutefois préciser le taux dont il s'agit. Ce mécanisme permet, le cas échéant, une transition vers le taux alternatif qui ne nécessite ni le consentement des prêteurs, ni celui des emprunteurs.

Emissions internationales d'obligations à taux variable :

Les obligations n'utilisent pas de clauses standardisées. Mais l'usage de clauses de fallback dans le cas d'une discontinuité ou d'autres évènements ayant trait au taux de référence est désormais la norme. Souvent, ces clauses ne mentionnent pas le taux alternatif mais laissent la possibilité de sélectionner le taux alternatif à l'émetteur ou à une tierce partie indépendante.

International Swap and derivatives association (ISDA):

L'ISDA a mis en place un protocole lié aux dispositions de repli applicables à l'ensemble des taux de référence, dont l'EURIBOR. Ce nouveau protocole, est applicable depuis le 25 janvier 2021 sur l'ensemble des contrats ISDA, qu'ils soient conclus avant ou après le 25 janvier 2021, aussi bien compensés que non compensés.



La disposition de repli sur les contrats ISDA adossés à l'EURIBOR contient les caractéristiques suivantes :

- Le taux de remplacement sera l'€STER. Ce taux est un taux composé, ce qui signifie que les intérêts génèrent des intérêts;
- L'€STER sera ajusté avec un spread correspondant à la médiane des écarts constatés sur les 5 dernières années entre le taux €STER et l'EURIBOR;
- 3. Le taux sera connu 2 jours avant la date de paiement (2 days backward shift).





3.

LES PROPOSITIONS DU « WORKING GROUP »¹ DE LA BCE POUR LE FALLBACK DU TAUX EURIBOR

3.1. QUELS SONT LES ÉVÈNEMENTS DÉCLENCHEURS (« TRIGGERS ») DE LA CLAUSE DE FALLBACK POUR LE TAUX EURIBOR ?

3.1.1 Les triggers proposés par le « Working Group »

L'évènement déclencheur d'une clause de repli est l'un des éléments clés d'une disposition de repli. Une liste de sept évènements déclencheurs est actuellement envisagée au sein de l'industrie.

#1

Une déclaration publique ou publication d'informations par ou au nom du superviseur réglementaire de l'administrateur EURIBOR indiquant que ledit administrateur a cessé ou cessera de fournir l'EURIBOR de manière permanente ou indéfinie à condition qu'au moment de la déclaration ou de la publication, il n'y ait

pas d'administrateur successeur qui continuera à fournir l'EURIBOR.

#2

Une déclaration publique ou publication d'informations par ou au nom de l'administrateur EURIBOR indiquant que ledit administrateur a cessé ou cessera de fournir l'EURIBOR de manière permanente ou indéfinie à condition qu'au moment de la déclaration ou de la publication, il n'y ait pas d'administrateur successeur qui continuera à fournir l'EURIBOR

#3

Une déclaration publique du superviseur réglementaire de l'administrateur de l'EURIBOR selon laquelle, à son avis, l'EURIBOR n'est plus représentatif ou ne sera plus représentatif du marché sous-jacent qu'il prétend mesurer et

Composé de représentants du secteur privé, le « Working Group » est un groupe de travail sur les taux sans risque pour l'euro qui a été mis en place en 2018 par la BCE, l'Autorité des Services et Marchés financiers (FSMA), l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) et la Commission européenne. Le secrétariat du groupe, qui était jusqu'à présent du ressort de la BCE, sera assuré par l'AEMF à compter du 11 mai 2021.

Ses principales missions consistent à identifier et à recommander de nouveaux taux sans risque et des voies de transition. Ses travaux actuels se concentrent sur la transition vers l'€STR et sur des solutions de repli pour le taux interbancaire offert en euros (Euribor)

qu'aucune mesure visant à remédier à une telle situation n'est prise ou ne devrait être considérée comme requise par le superviseur réglementaire de l'administrateur de l'EURIBOR.

#4

L'administrateur de l'EURIBOR détermine que l'EURIBOR doit être calculé conformément à ses soumissions réduites ou à d'autres politiques ou arrangements d'urgence ou de repli et soit : i) les circonstances ou événements menant à une telle détermination ne sont pas temporaires, ou ii) l'EURIBOR est calculé conformément à une telle

politique ou arrangement pour une période d'au moins un mois.

#5

Il est devenu, pour quelque raison que ce soit, illégal en vertu de toute loi ou règlement applicable aux parties concernées, d'utiliser l'EURIBOR.

#6

Malgré l'absence de déclaration préalable officielle de l'autorité compétente ou de son administrateur, l'EURIBOR n'est plus publié de façon définitive.

#7

Un changement important est apporté à la méthodologie EURIBOR.

3.1.2. L'enjeu de la cohérence des triggers sur l'ensemble des classes d'actifs

Les institutions financières interviennent auprès de différentes catégories de clients sur une multitude de produits financiers. Si une activité ou ligne produit est à la fois prêteuse et emprunteuse au taux EURIBOR, on considère que le risque de taux est correctement couvert.

Cependant, dans le cas où l'EURIBOR cesserait d'être publié et les dispositions de repli venaient à être utilisées, un risque de taux pourrait se matérialiser en cas d'incohérence entre les dispositions de repli des différents contrats :

- Cas n°1: la disposition de repli est déclenchée par des évènements différents sur un ensemble de contrats, ce qui amènerait par exemple les emprunts à rester financés à l'EURIBOR alors que les prêts utiliseraient le taux de la disposition de repli :
- Cas n°2: la disposition de repli est déclenchée par un évènement commun mais avec une date de mise en vigueur différente, ce qui

conduirait par exemple à ce que les prêts utilisent le taux de repli à partir de la date d'annonce de la cessation de publication alors que les prêts utiliseraient la disposition de repli à la date de cessation effective;

 Cas n°3: les taux utilisés dans la disposition de repli ne sont pas totalement identiques.
 Par exemple, dans le cas où les prêts utiliseraient une version « backward looking » de l'€STER alors que les emprunts utiliseraient une version « forward looking ».

Nous verrons plus loin que l'industrie financière n'envisage pas d'utiliser une disposition de repli unique mais plutôt un ensemble de dispositions de repli, laissant entrevoir un important risque de taux.

3.2 QUELLE COURBE DE TAUX DOIT ON UTILISER POUR REMPLACER L'EURIBOR ?

Le « Working Group » de la BCE sur l'EURIBOR a été mandaté pour identifier le taux, et plus précisément la courbe de taux pouvant être



utilisée comme alternative à l'EURIBOR. Cette identification doit non seulement prendre en compte les clients finaux mais également toute une série de critères que nous détaillerons dans ce chapitre. L'€STER étant le taux sans risque reconnu pour les transactions EURO, il est assez clair que l'€STER sera utilisé comme base du taux alternatif. Toutefois, plusieurs méthodologies existent et les banques doivent, au cas par cas, se positionner sur ces méthodologies. Parmi l'ensemble des méthodologies liées à l'€STER, les plus crédibles sont :

- Un taux €STER fondé sur une méthodologie prospective
- Un taux €STER fondé sur une méthodologie rétrospective reposant sur les ajustements : « payment delay », lookback period », et « last reset »

L'objet du chapitre suivant est de vulgariser les notions de méthodologie prospective, rétrospective, ainsi que les notions de « payment delay », « lookback period » et « last reset »

3.2.1. Les différentes méthodologies proposées

3.2.1.1 les méthodologies prospectives et rétrospectives :

Deux grandes familles de méthodes co-existent : les méthodologies prospectives et rétrospectives.

La méthodologie prospective consiste à définir le taux applicable en amont de la période d'application, contrairement à la méthodologie rétrospective qui propose de définir le taux applicable à l'issue de la période d'application.

 Exemples d'application pour un emprunt de cent euros courant du 1er janvier avec remboursement du principal et des intérêts le 31 décembre : avec une méthodologie prospective, vous saurez dès le 1er janvier quel sera

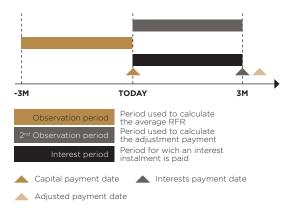
- le niveau du taux d'emprunt. Vous saurez ainsi que si vous empruntez au taux de 1%, vous devrez rembourser 101 EUR le 31 décembre ;
- Dans une méthodologie rétrospective, le niveau de l'intérêt payable ne sera pas connu avant le 31 décembre. C'est seulement le 31 décembre que vous saurez quel montant d'intérêts vous devrez payer le jour même.

Dans le cas de l'€STER, taux au jour le jour : on apprend donc en fin de journée quel est le taux moyen de prêt et d'emprunt de cash sur les marchés.

Si l'on utilise l'€STER pour remplacer un taux EURIBOR1an, le taux applicable sera la moyenne des taux €STER tout au long de l'année. La moyenne annuelle n'est finalement connue que le dernier jour de l'année. Réaliser un paiement dont le montant n'est connu que le jour même est une difficulté opérationnelle majeure.

Afin de remédier à cette complexité opérationnelle, les méthodologies rétrospectives doivent prendre en compte des ajustements, et dans le cas d'une alternative au taux EURIBOR, les ajustements proposés sont les « payment delay », « last reset » et « lookback period ».

Figure 1 : Explication du codage couleur pour le calcul des méthodologies rétrospectives





En revanche, dans le cas d'un taux €STER prospectif, on connait dès le premier janvier le taux qui correspond à l'année à venir. A moins de lire l'avenir, il est impossible de connaitre en début de période le niveau moyen des taux €STER quotidiens de la période à venir. Il s'agit forcément d'une anticipation.

3.2.1.2 La proposition prospective :

Le « Working Group » de la BCE a pu noter que les cotations sur le marché OIS (Overnight Index Swap) pourraient être utilisées pour construire une courbe de taux forward basée sur l'€STER. Toutefois, pour être réellement utilisable, ce marché OIS devrait remplir certaines conditions :

- Être suffisamment liquide ;
- Être suffisamment transparent, en utilisant par exemple des MTF (Multilateral Trading Facilities);
- Utiliser un périmètre de sources de données suffisamment large pour pouvoir être considéré

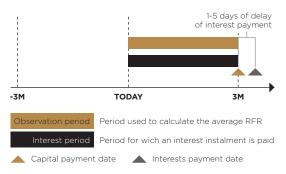
Les membres du « Working Group » espèrent que la liquidité du marché OIS sur l'€STER sera croissante, notamment après le 3 janvier 2022, lorsque l'EONIA cessera d'exister. Toutefois, cette liquidité n'est aujourd'hui pas suffisante pour atteindre les critères de validité fixés.

3.2.1.3 La proposition rétrospective avec « payment delay »

Avec une méthodologie rétrospective basée sur l'€STER, le taux d'intérêt payé en fin de période est exactement la moyenne des taux €STER journaliers constatés sur la période d'intérêt. Le taux est donc connu en fin de période. Afin de faciliter les opérations, il existe un petit décalage temporel de quelques jours entre la date où le taux de la période est connu et la date où les intérêts sont effectivement payés.

Cette méthode génère néanmoins un décalage entre la date de remboursement du principal et de paiement des intérêts. Cela génère une augmentation des flux de trésorerie.

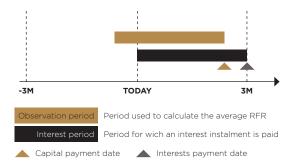
Figure 2: Diagramme avec «Payment Delay»



3.2.1.4 La proposition rétrospective avec « lookback period »

Avec une méthodologie rétrospective incluant une « lookback period », le calcul du taux d'intérêt s'arrête quelques jours avant la date de fin de la période afin de permettre la préparation du flux cash. De même, la période de calcul du taux démarre quelques jours avant la période d'intérêts. Cette méthode permet de préparer les flux cash en avance, tout en conservant un alignement entre les dates de paiement du principal et des intérêts. En revanche, cette méthode génère un risque de taux sur les jours exclus de la période d'observation.

Figure 3: Diagramme avec « Lookback Period »

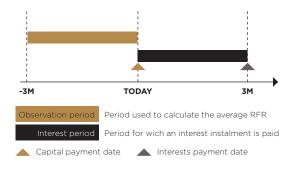




3.2.1.5 La proposition rétrospective « last reset ».

La proposition de « last reset » est assez similaire à la proposition de « lookback ». En effet, la période d'observation diffère de la période d'intérêts. Cependant, alors que la méthode « lookback » génère un décalage de quelques jours entre les périodes d'observation et d'intérêt, dans la méthodologie « last reset », la période d'observation correspond à la période précédant la période d'intérêts. Le montant des intérêts est donc connu en début de période. L'inconvénient de cette méthodologie est que le risque de taux est généré sur toute une période et non sur quelques jours.

Figure 4: Diagramme avec « Last Reset »



3.2.2. Avantages / inconvénients des méthodologies en fonction des différentes classes d'actifs

Plusieurs critères ont été identifiés afin de comparer les différentes méthodologies :

- La robustesse/disponibilité: ce critère se réfère à la disponibilité immédiate, à la liquidité et la profondeur du marché de référence.
- Les opérations: ce critère se réfère à l'impact du taux sur les processus opérationnels et les systèmes d'information.
- L'acceptabilité client : ce critère se réfère à la capacité des clients à comprendre le

mécanisme mis en place et à leur niveau d'adhésion. Ce niveau d'adhésion sera sans doute différent en fonction de la typologie des clients.

- La couverture, et les impacts comptables de la couverture: ce critère pose la question de la capacité de couvrir le risque de taux induit par chaque méthodologie et les produits disponibles pour couvrir ce risque. Ce critère prend aussi en compte l'impact comptable de ces couvertures aux titres des IFRS 9 et 39.
- Autres impacts comptables : ce critère adresse les autres impacts IFRS qui ne sont pas déjà adressés précédemment.
- Gestion des risques: ce critère mesure les impacts sur les gestions des risques de modèles, du SI, des procédures et autres sujets de gestions des risques.
- Cohérence avec les autres juridictions et classes d'actifs: ce critère évalue si les méthodes sont cohérentes avec les méthodes employées dans d'autres juridictions et classes d'actifs.

Sur la base de ces critères, l'évaluation réalisée par le « Working Group » de la BCE peut être synthétisée dans le tableau ci-dessous :

En s'appuyant sur son analyse et sur les normes et pratiques en vigueur au niveau international, le groupe de travail admet que pour les intervenants de marché les plus sophistiqués et opérant au niveau mondial, la mesure de repli la plus appropriée pour l'Euribor serait fondée sur les taux rétrospectifs.

Cependant, le groupe de travail reconnaît également que pour des intervenants de marché moins sophistiqués et opérant au niveau local, ou que pour certains produits où il est nécessaire de connaître le taux d'intérêt à l'avance, le recours aux taux prospectifs serait plus pertinent.



Tableau 2 : Evaluation des différentes méthodologies sur la base des critères de sélection

Assessment	Forward-	Backward-looking		
Assessment	looking	« Payment delay »	«Lookback period»	«Last reset»
Robustness/availability			•	•
Operational ease				•
Client acceptance				
Professional market players	•	•	•	•
Corporates	•		•	•
SME/consumers	•	•	•	•
Hedging ease and hedge accounting impacts	•		•	•
Other accounting impacts	•	•	•	•
Risk management impacts			•	•
Consistency with other juridictions/asset classes	•	•	•	•
	le with some releva	ant Que:	stionable feasibility	

Dans la mesure où ces taux n'existent pas à l'heure actuelle et s'ils devaient ne pas être disponibles en temps opportun, le groupe de travail propose de sélectionner la méthodologie selon les types de produit, permettant ainsi aux utilisateurs de savoir quels taux peuvent être utilisés, en fonction des circonstances et/ou des préférences.

3.3. QUEL SPREAD À APPLIQUER ENTRE L'EURIBOR ET LES TAUX DE REPLI ?

Une disposition de repli EURIBOR doit prendre en considération la différence de niveau entre le taux EURIBOR et le taux de repli (€STER), et donc inclure une méthode permettant de calculer cette différence de niveau et d'ajuster le taux



de repli pour réduire l'impact économique du déclenchement de la clause de repli.

Concrètement, si le taux EURIBOR a un niveau de 1% et que le taux de repli €STER est à 0,75%, il faut ajuster le taux €STER avec un spread de 0,25%.

Le principe général d'ajustement étant établi, il est nécessaire d'établir une règle qui permette de mesurer ce différentiel entre le taux EURIBOR et le taux de repli basé sur l'€STER. Il est entendu que ce différentiel doit se calculer sur chaque point de la courbe de taux, c'est-à-dire que le différentiel sur l'EURIBOR 1 an est différent du différentiel sur l'EURIBOR 1 semaine.

Après avoir analysé plusieurs méthodologies possibles, un consensus au sein des acteurs de marché s'est établi en faveur de la méthode historique.

Cette méthode consiste à calculer la médiane du spread entre l'EURIBOR et l'€STER sur une longue période précédant l'évènement déclencheur de la disposition de repli. Certains acteurs envisagent d'ajouter à la méthode historique une période de transition d'un an pour converger entre le spread spot au jour du trigger event et le spread calculé sur une moyenne de 5 ans.





4

COMMENT APPRÉHENDER LES IMPACTS POUR LES BANQUES ET INSTITUTIONS FINANCIÈRES ?

4.1. DIMENSIONNER LA PRISE EN COMPTE DE LA DISPOSITION DE FALLBACK À LA PROBABILITÉ QU'ELLE SOIT ACTIVÉE

L'EURIBOR « hybride » a été déclaré conforme aux exigences de la réglementation BMR en Juillet 2019 par la BCE. Cet indice peut donc continuer à être utilisé sans limitation de durée à moins que l'indice cesse d'être publié, ou devienne non représentatif. En effet, comme tout indice de référence, l'EURIBOR pourrait faire l'objet, à terme, d'une transition au profit d'un indice alternatif. A ce titre, les banques et institutions financières doivent se préparer au scénario possible d'une disparition de cet EURIBOR nouvelle formule.

Cependant, contrairement aux autres indices IBOR, la probabilité pour que les clauses de repli de l'EURIBOR soient activées est relativement faible actuellement. Il serait donc judicieux pour les banques et institutions financières qui ont un

risque d'exposition à l'EURIBOR, d'optimiser et de dimensionner leurs budgets en fonction de leurs priorités globales sans forcément se lancer dans des programmes de transformation coûteux des systèmes d'informations existants.

Par ailleurs, comme évoqué plus haut, le 2º alinéa de l'article 28 de la réglementation BMR impose aux institutions financières qui utilisent des taux de référence, de rédiger des plans d'actions pour pallier les risques de non publication des taux de référence

4.2. NOTRE CONVICTION, UN PLAN D'ACTION À 3 NIVEAUX :

Nous avons la conviction qu'il faudrait mettre en place un plan d'action pour l'EURIBOR en dimensionnant la prise en compte de la clause de repli en fonction de sa probabilité d'activation selon les 3 niveaux suivants.



4.2.1. 1er niveau (à minima) : Clause de repli des nouveaux contrats uniquement

Les nouveaux contrats adossés à l'EURIBOR devront contenir systématiquement une disposition de repli légale et conforme à la réglementation BMR.

Il convient que les banques et institutions financières mettent à jour les documents légaux, la procédure normative et les trames des nouveaux contrats. La revue des contrats existants étant relativement coûteuse, elle n'entre pas en considération dans ce plan d'action de niveau minimal.

Parmi les différentes dispositions de repli étudiées, la disposition de repli utilisée est choisie de façon décentralisée: autrement dit, on ne cherche pas systématiquement à uniformiser toutes les dispositions de repli pour l'ensemble des produits adossés à l'EURIBOR de la banque. La disposition de repli de chacun des produits doit prendre en compte les standards du marché, et intégrer les dimensions d'acceptabilité par les clients et de facilité à mettre en œuvre. Il serait tout à fait possible d'appliquer un taux €STER « backward » sur un type de produit donné et un taux €STER « forward » sur un autre type de produit.

L'objectif d'un projet défini par ce 1^{er} niveau de plan d'actions est d'intégrer de manière simple et uniforme les clauses de repli des nouveaux contrats financiers.

4.2.2 le 2º niveau (intermédiaire) : Clause de repli des contrats nouveaux et existants + cartographie centralisée des produits

Ce plan d'action de niveau intermédiaire s'apparente à une phase préparatoire d'un projet de transition de l'Euribor pour les banques et institutions financières.

En plus de mettre à jour les contrats nouveaux, il convient également de déterminer, parmi les documents légaux existants, les contrats impactés par l'Euribor qui nécessitent l'insertion d'une clause de repli.

En outre, ce plan d'action requiert de maintenir à jour une cartographie détaillée de l'ensemble des produits (produits financiers et sous-jacents, instruments de couverture...) adossés à l'Euribor au sein de la banque ou de l'institution financière, et pour chacun de ces produits, de définir la clause de fallback à utiliser.

Cette cartographie, gérée par un organe central (direction financière par exemple), doit être assurée sur le long terme avec une revue et une actualisation annuelle

L'objectif d'un projet défini par ce 2º niveau de plan d'action, est qu'en cas de disparition de l'Euribor et donc d'activation des clauses de repli, tous les contrats puissent être rapidement conformes, et que l'ensemble des produits adossés à l'Euribor soient immédiatement disponibles.

4.2.3 le 3º niveau (élevé) : Clause de repli des contrats nouveaux et existants

- + cartographie centralisée
- + impact financier

Ce 3^e niveau de plan d'action, suppose une probabilité élevée d'activation des clauses de repli.

En plus de la mise à jour des contrats nouveaux et existants et de la cartographie des produits adossés à l'Euribor, chaque responsable d'une catégorie de contrats (dérivés, actions, devises, affacturages...) évalue l'impact financier de la clause de repli si elle devait être immédiatement activée.

Autrement dit, pour une catégorie de contrats donnée, en tenant compte des niveaux de l'€STER et de l'Euribor actuel, définir les impacts financiers si la clause devait être activée. Il



convient également de réitérer l'étude en prenant des hypothèses de taux EURIBOR et €STER stressées sur la base de scénarios proposés par les équipes risques.

L'objectif de l'évaluation des calculs d'impacts spots et stressés est de permettre aux banques ou institutions financières de se rendre compte de l'importance du potentiel impact financier, et ainsi de pouvoir décider d'agir efficacement. Les impacts financiers sont recalculés tous les ans.

De plus, il est important que chaque responsable d'une catégorie de contrats adossés à l'EURIBOR prépare un plan d'action en prenant en compte à la fois des impacts financiers, mais aussi de manière plus générale, des transformations de systèmes d'informations et de mise à jour des modèles de calculs de risques ainsi qu'une estimation de temps de mise en œuvre, au cas où la disposition de clause de repli serait activée. De manière similaire les plans d'action sont mis à jour annuellement.





SQUARE > 5. Conclusion

5.

CONCLUSION

Les autorités internationales de régulation financière ont introduit de nouvelles réformes relatives aux indices de référence interbancaires afin de garantir la robustesse et la fiabilité de ces indices à travers le monde. Ces réformes impliquent que certains indices de référence, pourront évoluer, être abandonnés et/ou remplacés.

Les autorités publiques, au Royaume-Uni et à l'international, ont clairement indiqué que le LIBOR, le taux le plus utilisé des IBORs devrait disparaitre après 2021 et être remplacé par les taux de référence alternatifs, SOFR, SONIA, TONAR et SARON, propres à chaque devise utilisée.

Au sein de l'Union Européenne, avec la réglementation BMR, l'EONIA cessera d'être publié à partir du 3 janvier 2022 et sera progressivement remplacé par l'€STR.

Les remplacements de ces indices de référence auront des impacts significatifs sur presque tous les produits financiers, dont les obligations, les produits dérivés, les actions et les produits de financement. D'énormes chantiers ont d'ors et déjà été lancés pour couvrir les impacts opérationnels, comptables, juridiques, fiscaux et réglementaires liés à la réforme de ces indices. En conséquence, les banques sont contraintes de mettre en place d'importants programmes transverses pour coordonner leurs efforts durant cette période de transition.

En revanche, avec sa nouvelle méthodologie de calcul, l'EURIBOR «hybride », quant à lui, est

considéré conforme au Règlement BMR, ce qui signifie qu'il ne devrait pas y avoir pas de restriction d'usage après 2021. Aucune indication n'a pour le moment été donnée par les autorités relativement à une disparition prochaine de cet l'indice de référence.

Cependant, compte tenu de la dynamique du marché actuel, nous ne sommes pas à l'abri de ce que les activités financières et le soutien de banques contributrices soient remis en cause; il nous parait donc nécessaire d'anticiper un éventuel remplacement de l'EURIBOR.

Même si un abandon de l'Euribor n'est pas à l'ordre du jour, la mise en place de dispositions de repli reste primordiale pour faire face au risque d'une éventuelle interruption de la publication de ce taux.

Notre conviction serait donc de dimensionner la prise en compte de la disposition de fallback à la probabilité qu'elle soit activée.

La probabilité que la disposition de repli soit activée étant relativement faible, nous pensons que les banques n'ont pas besoin de se lancer dans d'importants travaux similaires à ceux prévus pour le remplacement des autres indices (LIBOR ou l'EONIA). Les budgets projets doivent être par conséquent optimisés et ajustés en fonction des priorités des banques.

Une gradation à trois niveaux des plans d'actions faisant droit à la probabilité d'activation de la clause de repli, nous parait répondre aux enjeux stratégiques et globaux des banques.





DONNER DU FUTUR AU TALENT

Fondé en 2008, Square est un groupe de conseil en stratégie et organisation qui réunit 9 cabinets en France, Belgique et Luxembourg. Adway, Circle, Flow&Co, Forizons, Initio Belgique, Initio Luxembourg, Tallis, Vertuo, Viatys sont des cabinets de conseil spécialisés par métier, secteur d'activité ou niveau d'intervention.

Cette organisation, unique et spécifique, favorise la proximité, l'engagement, l'agilité et l'expertise au sein de chaque cabinet. La complémentarité des cabinets permet à Square d'adresser, avec plus de 700 consultants, les projets les plus complexes de ses clients. Square conseille ses clients en mettant à leur disposition ses expertises sur 9 domaines phares.

DATA

Square élabore des stratégies Data et assure leurs déclinaisons opérationnelles à travers la conduite de projets de Data Management, Data Analyse et Data Science. Notre approche experte et pragmatique vise à valoriser et sécuriser le patrimoine de données des entreprises.

DIGITAL & MARKETING

Square conseille les entreprises de tous secteurs dans l'élaboration de leurs stratégies digitales et de leur stratégie marketing, l'amélioration de leur expérience client, l'optimisation des performances de leur business model et la maximisation des usages du digital dans leurs pratiques marketing.

ENTREPRISES & FINANCE DURABLES

Square accompagne les acteurs du secteur financier dans la prise en compte des risques de durabilité et des nouvelles règlementations en la matière. Fort de cette expérience, et mobilisant les expertises des autres DOMEX, le cabinet accompagne les entreprises de tous secteurs dans l'articulation et la mise en œuvre de leurs stratégies de durabilité.

INNOVATION

Square accompagne ses clients dans la transformation de leur dynamique d'innovation. Nos consultants, par leur approche sur-mesure, aident à concevoir, industrialiser et gouverner l'innovation pour assurer la croissance durable des entreprises et leur transformation en entité socialement et écologiquement responsable.

ORGANISATION & EFFICIENCY

Square aide ses clients à améliorer l'efficacité de leur organisation, de leurs processus, à mieux piloter leur performance et leurs grands programmes de transformation

PEOPLE & CHANGE

Square aide ses clients à acquérir, fédérer et développer le capital humain de leur organisation. Afin de créer davantage d'engagement au sein des équipes, nos interventions portent principalement sur l'adaptation des méthodes de travail aux changements opérationnels et culturels, l'efficacité des directions des ressources humaines et le développement des compétences.

REGULATORY & COMPLIANCE

Square conseille ses clients dans le déploiement des nouvelles réglementations, ainsi que dans l'optimisation et le renforcement des dispositifs de contrôle. Ce domaine d'excellence s'appuie sur une communauté d'experts de 130 consultants qui, outre ses missions auprès des clients, conduit d'importants travaux d'investigation et de publication.

RISK & FINANCE

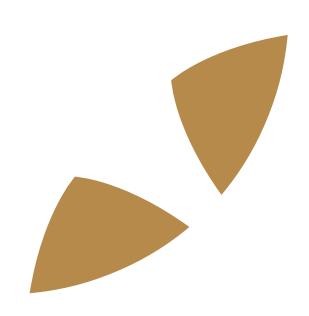
Square prend en charge le pilotage des programmes de maîtrise des risques financiers et non financiers, ainsi que la transformation des fonctions Risque et Finance face à l'évolution des dispositifs prudentiels et à l'irruption des problématiques liées à la maîtrise de la donnée.

SUPPLY-CHAIN

Square assure l'excellence opérationnelle de la logistique, des achats aux derniers kilomètres, avec des parcours clients différenciants. Nos experts conçoivent des solutions omnicanales mettant en œuvre les meilleures pratiques des systèmes d'informations, de la mécanisation à la robotisation.

Ce nouveau Focus Square préparé par les consultants du Domaine d'Excellence Risk & Finance revient sur les impacts prévisibles de la réglementation BMR relative aux indices de référence, en particulier la clause de repli en prévision du remplacement annoncé de l'EURIBOR. La volonté du régulateur de pallier une éventuelle indisponibilité des taux de référence amène les établissements financiers à composer avec de nouvelles contraintes de production des indices de remplacement. Si la stabilité du système financier reste le fil conducteur de cette directive, l'éventail des possibilités peut être confondant pour les acteurs.

Dans ce document, nous proposons de partager un état des lieux des travaux réalisés ainsi que notre vision quant aux projets permettant de donner vie à ces nouvelles exigences au sein des établissements financiers, dans le plus grand respect des intérêts des parties prenantes.



CONTACTS



JESSICA MARCIANO
Senior Manager
+33 (0)6 16 12 77 56
jessica.marciano@tallis-consulting.com



YANIV OHNONA
Manager
+33 (0)6 52 07 12 19
yaniv.ohnona@tallis-consulting.com



JÉRÔME HUSSON

Principal

+33 (0)6 42 64 73 94

jerome.husson@tallis-consulting.com



VINCENT FRANÇOISE
Associate Partner
+33 (0)6 69 32 15 83
vincent.francoise@tallis-consulting.com



