**CONSULTATION DOCUMENT ON THE REGULATION OF INDICES**

**A Possible Framework for the Regulation of the Production and Use of Indices serving as Benchmarks in Financial and other Contracts**

Cette réponse est la réponse consolidée des autorités françaises : l’Autorité des marchés financiers, la Banque de France, l’INSEE et la Direction générale du Trésor. L'Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE) est une administration publique, direction générale du ministère de l'Économie et des Finances qui produit des statistiques.

Introduction :

La France a salué l’initiative de la Commission européenne amendant le règlement et la directive sur abus de marché pour tenir compte des indices. La France encourage désormais la Commission à proposer un cadre plus large pour la régulation, la supervision, et si nécessaire la sanction de la production et l’utilisation des indices dans les contrats et les instruments financiers afin de contribuer, dans l’avenir, à éviter les cas de manipulation et à reconstruire la confiance des marchés dans les indices pertinents.

On peut distinguer deux principaux types d’indices :

- les indices de type macro-économique, c’est-à-dire les indices de taux (comme les indices de taux interbancaires) et les indices de prix (pétrole et autres matières premières tels que référencés par les Agences de reporting des prix –PRAs) qui sont aujourd’hui déterminés avec peu ou pas de supervision mais qui servent de référence pour des volumes substantiels d’investissements financiers ou de transactions financières, et posent de ce fait des menaces potentielles sur l’intégrité du marché ;

- les indices de type micro-économique, plus nombreux et plus diffus, qui servent de référence à des produits financiers (comme les Exchange Traded Funds), posant des questions de transparence, de confiance des marchés, de conflits d’intérêt et de protection de l’investisseur. Ainsi en va-t-il par exemple d’un nombre croissants d’instruments non-financiers (matières premières, immobilier…) mais « packagés » dans des offres destinées à attirer l’épargne des particuliers.

Dès lors que ce dernier type d’instruments est développé et joue le même rôle que les instruments financiers traditionnels, il devrait être soumis au même type de régulation et de sanction. Il est important de s’assurer du plus haut degré d’efficience, d’intégrité et de stabilité des marchés financiers, quel que soit le sous-jacent, référence ou indice utilisé. La France préconise en premier lieu une approche sectorielle sur les secteurs énergétiques (ACER, REMIT…) et transversale sur les sujets financiers (MIFID, MAR…), y compris s’agissant des indices sur le marché des matières premières. La même approche pourrait ensuite être étendue à tous les instruments non financiers dans la mesure où ils interagissent avec la sphère financière.

S’agissant plus spécifiquement des indices de taux, le stock de contrats indexés sur certains indices (EURIBOR etc.) est très élevé ; si une modification des indices très utilisés était envisagée, il conviendrait donc de trouver une solution pour les contrats existants. Par ailleurs, il est important pour la stabilité des marchés que soient publiés certains taux de référence en l’absence même de marché (situation qui a pu se présenter sur le marché interbancaire après la faillite de Lehman). Il n’est donc pas souhaitable d’interdire toute publication d’indices, qui ne seraient pas fondés sur des transactions effectives. En revanche, il serait utile de s’assurer de la convergence des indices de prix avec les transactions effectivement réalisées pour éviter tout biais structurel dans la construction de l’indice.

Enfin, outre la prévention de conflits d’intérêt au sein des banques par des mesures de structure, la création d’un cadre de supervision des entités productrices d’indices pourraient également être envisagée (agrément des entités auprès de l’autorité de marché, transparence des méthodologies, supervision).

**Chapter 1. Indices and Benchmarks: What they are, who produces them and for which purposes**

(1) Which benchmarks does your organisation produce or contribute data to?

(2) Which benchmarks does your organization use? What do you use each of these benchmarks for? Has your organization adopted different benchmarks recently and if so why?

(3) Have you recently launched a new benchmark or discontinued existing ones?

(4) How many contracts are referenced to benchmarks in your sector? Which persons or entities use these contracts? And for which purposes?

(5) To what extent are these benchmarks used to price financial instruments? Please provide a list of benchmarks which are used for pricing financial instruments and if possible estimates of the notional value of financial instruments referenced to them.

(6) How are benchmarks in your sector set? Are they based on real transactions, offered rates or quotes, tradable prices, panel submissions, samples? Please provide a description of the benchmark setting methodology.

(7) What factors do you consider to be the most important in choosing a reliable benchmark? Could you provide examples of benchmarks which incorporate these factors?

**Q1 et 4 concernant la production d’indices par les administrations publiques :**

- Les indices de taux tels que l’Euribor et l’Eonia ne sont pas abordés ici, dans la mesure où ils relèvent de la compétence de la zone euro (EBF et BCE, cf réponse Eurosystème à la consultation).

- La Banque de France participe depuis 2009 aux indices de référence sur le marché des obligations souveraines françaises, les indices « CNO-TEC », au sein du Comité de Normalisation Obligataire. Ces indices ont été créés en 1996 par le CNO ; ils correspondent aux références internationales « Constant Maturity Treasuries » et « Constant Maturity Swaps ». L’indice TEC 10 est utilisé dans des transactions de swaps et dans les émissions indexées du secteur tant privé que public.

- L’INSEE assure la production de nombreux indicateurs de prix ou de production qui sont susceptibles de servir de « benchmark » à des contrats privés (c’est en particulier le cas de l’Indice des prix à la consommation qui sert à indexer les pensions alimentaires ou les pensions ou l’indice de référence des loyers pour la révision des loyers d’habitation), à des contrats entre agents privés et administrations ou dans la fixation du prix de certains actifs financiers (l’indice des prix dans le cas des titres de dette publique indexés sur l’inflation, OATi).

**Q6-Q8 : Méthodologie des indices**

Obligations souveraines :

La plateforme de trading électronique MTS collecte les contributions des agents de manière journalière, et rassemble les meilleurs prix d’achats et de ventes (bid/ask) pour un large panier de titres souverains français. Le panier est revu chaque mois pour y inclure les nouvelles transactions et exclure les maturités en double (si une nouvelle émission est faite sur une maturité similaire à celle d’une obligation plus ancienne, la plus récente est retenue dans le panier). La BDF sélectionne au sein du panier d’obligations souveraines françaises les maturités les plus proches de celles des indices TEC, pour les maturités 1, 2, 3, 5, 7, 10, 15, 20, 25 et 30 ans. Un seuil de liquidité est appliqué sur chaque fourchette bid/offer, avec exclusion possible de certaines contributions dans le calcul ; dans ce cas, un mécanisme de substitution est appliqué.

Pour chaque maturité, le CNO calcule pour chaque valeur de référence une cotation milieu de fourchette par moyenne arithmétique. Il convertit les deux prix moyens des valeurs de référence en taux moyens actuariels. Puis chaque CNO-TEC du jour est calculé par interpolation linéaire entre les deux taux précédents.

La BDF vérifie l’existence d’un spread bid-offer sur chaque obligation et veille au respect de plusieurs conditions ; en cas d’exclusion des valeurs (de manière générale, si le spread bid-ask est inférieur à 30bps, et/ou sous certaines autres conditions supplémentaires ; les seuils sont régulièrement revus), la contribution au fixing est éliminée et le mécanisme de substitution appliqué.

Dans ce cas de figure, des clauses de substitutions sont successivement appliquées :

- utilisation du prix de la valeur du Trésor de référence par MTS France et des marchés EuroMTS relevés à 11h30 ;

- communication par mail au CNO des cotations des valeurs du Trésor de référence par au moins 5 SVT (Spécialistes en Valeur du Trésor)

- à défaut, le CNO-TEC du jour sera réputé égal au précédent CNO-TEC publié.

En cas d’incohérence entre les résultats et les contributions des SVT telles que figurant sur leurs pages de référence de cotation, le CNO demande confirmation écrite aux SVT ; ces derniers sont incités à vérifier la cohérence de leurs contributions, sans engagement de leur responsabilité.

Indices INSEE :

L’INSEE produit des indices qui sont soit basés sur des données d’enquête (p.e : IPC, ICC, IPI, IPVI, etc…qui sont basés sur des échantillons de produits ou d’entreprises) soit sur des données provenant de sources administratives (p.e : exploitation des données de TVA) soit un mixte des deux (p.e : l’indice du coût horaire du travail basé sur les bordereaux récapitulatifs de cotisations sociales centralisés par l’ACOSS et sur les données de volume horaire de travail obtenu par enquête du Ministère du Travail) ou sur des retraitements d’indices existants (ILC, ILAT,…). Il arrive que l’INSEE utilise des indicateurs produits par des intervenants privés (syndicats professionnels, notaires, etc…). Mis à part certains indicateurs conjoncturels, la caractéristique de ces indices est qu’ils sont par essence « backward looking ».

Les seuls indicateurs qui ne soient pas basés sur des données de transactions réelles sont les enquêtes de conjoncture, qui peuvent être construits à partir d’estimations qualitatives des enquêtés (ex : « indicateur de climat dans l’industrie » basé sur les opinions des chefs d’entreprise enquêtés).

Les indices produits par l’INSEE font l’objet de documents méthodologiques disponible en ligne sur le site insee.fr.

**Q7 : facteurs importants pour la fiabilité des indices de référence**

Un indice de référence se doit de refléter les conditions de marché, notamment en y incluant des vérifications de cohérence. A titre d’exemple, dans le cas de l’indice TEC 10, l’agent calculateur vérifie non seulement la liquidité des prix communiqués, mais peut également contacter les participants de marché en cas de conditions de marché exceptionnelles. De plus, l’instance en charge du calcul a également la possibilité de contacter les participants de marché pour vérifier, de manière non engageante, la cohérence de leurs contributions.

**Chapter 2. Calculation of Benchmarks: Governance and Transparency.**

(8) What kinds of data are used for the construction of the main indices used in your sector? Which benchmarks use actual data and which use a mixture of actual and estimated data?

(9) Do you consider that indices that do not use actual data have particular informational or other advantages over indices based on actual data?

(10) What do you consider are the advantages and disadvantages of using a mixture of actual transaction data and other data in a tiered approach?

(11) What do you consider are the costs and benefits of using actual transactions data for benchmarks in your sector? Please provide examples and estimates.

(12) What specific transparency and governance arrangements are necessary to ensure the integrity of benchmarks?

(13) What are the advantages and disadvantages of imposing governance and transparency requirements through regulation or self-regulation?

(14) What are the advantages and disadvantages of making contributing data or estimates to produce benchmarks a regulated activity? Please provide your arguments.

(15) Who in your sector submits data for inclusion in benchmarks? What are the current eligibility requirements for benchmarks' contributors?

(16) How should panels be chosen? Should safeguards be provided for the selection of panel members, and if so which safeguards?

(17) How should surveys of data used in benchmarks be performed? What safeguards are necessary to ensure the representativeness and integrity of data gathered in this way?

(18) What are the advantages and disadvantages of large panels? Even in the case of large panels could one panel member influence the benchmark?

(19) What would be the main advantages and disadvantages to auditing of panels? Please provide examples.

(20) Where indices rely on voluntary contributions, do you consider that there are factors which may discourage the making of these contributions and if so why?

(21) What do you consider to be the advantages and disadvantages of mandatory reporting of data? Please provide examples.

(22) For entities contributing to benchmarks which are regulated by financial regulation, what would be the advantages and disadvantages of bringing their benchmark submissions under the scope of this framework?

(23) Do you consider that responsibility for making adjustments if inadequate data is available should rest with the contributor of the data, the index provider or the user of the index?

(24) What is the formal process that you use to audit the submissions and calculations?

(25) If there are any weaknesses identified in the audit, who are they reported to and how are they addressed? Is there a follow up process in place?

(26) How often are submissions audited, internally or externally, and by what means? Do you consider the current audit controls are sufficient? What additional validation procedures would you suggest?

(27) What are the advantages and disadvantages of a validation procedure? Please provide examples.

(28) Who should have the responsibility for auditing contributed data, the index provider or an independent auditor or supervisor?

(29) What are the advantages and disadvantages of making benchmarks a regulated activity? Please provide your arguments.

**Q9-Q11 : avantages/désavantages des contributions effectuées sur la base de transactions effectives**

Désavantages :

- Les données sont limitées et dépendent de la liquidité des marchés, et diffèrent selon les maturités ;

- Possibles discontinuités dans le calcul des indices, avec un impact potentiel sur les contrats et prêts aux particuliers.

- Incitation à fausser les contributions du fait des risques de réputation ; les banques contributrices pourraient être tentées de baisser leur contribution reflétant leur coût réel de financement, afin d’éviter le risque de stigmatisation vis-à-vis des participants de marché. NB : cet inconvénient pourrait être en partie limité par le biais d’une publication des données individuelles en différé.

Avantages :

- Les données issues de transactions réelles permettraient d’améliorer la confiance de marché et la crédibilité des indices en limitant la dimension subjective des contributions

- L’obligation d’effectuer des contributions réelles amélioreraient la responsabilité et la pertinence des soumissions des participants de marché.

Arbitrage coûts/bénéfices sur les indices de référence de taux :

Les avantages de taux de référence basés sur des transactions réelles l’emportent clairement sur les inconvénients ; une réforme des taux interbancaires basée dans la mesure du possible sur des transactions effectives serait la bienvenue. Cependant, sur les indices de taux d’intérêt de court terme, les volumes de transactions sont insuffisants pour établir des résultats fiables. De plus, dans le contexte actuel, il serait difficile de n’utiliser que les taux effectifs, puisque le nombre de transactions est considérablement réduit. Une approche hybride, combinant le prix des transactions et des cotations, pourrait être envisagée.

**Q12-13 : gouvernance et transparence**

Gouvernance :

- En ce qui concerne la production d’indices publics, l’Autorité de la Statistique Publique exerce en France depuis 2008, une mission de veille sur l’indépendance professionnelle des producteurs de statistiques de l’ensemble de la statistique publique. L’ASP publie ses avis et un rapport annuel disponible en ligne (autorite-statistique-publique.fr). Elle se réfère au Code des Bonnes Pratiques de la Statistique Européenne dont l’application fait par ailleurs l’objet d’une « revue par les pairs ».

- En ce qui concerne la production d’indices privés, un sujet majeur est celui d’éviter les conflits d’intérêt au sein des institutions. De nombreux scandales financiers ont ainsi pu être liés à un problème de conflit d’intérêt entre la banque et ses clients qu’il convient de circonscrire au maximum, à défaut de pouvoir complètement les éviter. En ce sens, il est important de distinguer entre les activités menées par les banques : il est souhaitable d’encourager les activités de marché menées par les banques qui sont utiles à leurs clients et au financement de l’économie, et en revanche fortement décourager les activités de marché qui, bien que profitables, mettent en danger le système financier et entraînent de possibles conflits d’intérêt avec leurs clients. Les différentes activités et services des banques doivent être clairement identifiés, les bureaux doivent être séparés avec des objectifs distincts, des règles, des limites de risque et des recommandations de reporting spécifiques.

- Par ailleurs, combiner un rôle accru du secteur privé (propriétaire des indices) avec une forte implication du secteur public permettrait de traiter au mieux les enjeux des indices. Dans l’immédiat, restaurer la confiance dans l’intégrité des indices de référence est crucial. Dans la mesure où les associations de l’industrie financière sont les propriétaires des indices, elles doivent être parties prenantes de la réforme. Le renforcement de la définition et du processus de compilation et de calcul, ainsi que l’amélioration de la gouvernance, sont les principales pistes de réforme qui doivent être explorées par ces acteurs privés. Les participants de marché externes (fonds monétaires, universitaires, participants de marché), et les représentants des autorités publiques (BCE, BCN, supervision bancaire…) doivent également être impliqués dans la gouvernance de l’indice.

Plus particulièrement, dans le cas d’un passage à un système de contributions basées sur des transactions réelles, un élargissement du mandat de l’institution en charge de la surveillance des indices- que ce dernier soit public ou privé-, pourrait être envisagé afin de permettre le contrôle du système de reporting des transactions réelles (sur la base d’un code de conduite, et d’un panel de sanctions si nécessaire).

Transparence :

- Une distinction entre le reporting aux autorités de régulation et la publication vis-à-vis des marchés doit être opérée. Si l’anonymat des contributions devait être retenu au cours de la réforme (pas de publication des contributions individuelles au fixing), il serait nécessaire que la structure responsable du calcul de l’indice conserve cependant la possibilité d’identifier les contributeurs. Un historique de toutes les données individuelles et nominatives reçues devrait être mis en place, afin de permettre une surveillance effective. De plus, il pourrait être envisagé que le processus de surveillance de dernier niveau prévoie un reporting nominatif à l’autorité de régulation compétente, ou le cas échéant, à l’instance en charge de la mise en œuvre de la surveillance, sous le contrôle du régulateur.

- A cet égard, la publication en différé des contributions permettrait de combiner à la fois la réduction des incitations à manipuler les contributions individuelles avec une exigence de transparence et de responsabilité de la part des contributeurs. Cette solution permettrait également de protéger, au moins de manière ponctuelle, la confidentialité des contributions individuelles, et compenser en partie les contraintes pesant sur les banques, en cas de mise en place d’une obligation de contribuer.

**Q16 : panel des contributeurs à l’indice**

Avantages d’un large panel de banques contribuant à l’indice :

- Un panel large peut permettre de réduire les possibilités de manipulation des contributions individuelles telles qu’effectuées sur le Libor.

Désavantages :

- La participation au panel risque d’être nécessairement obligatoire dans ce cadre, surtout si les obligations pesant sur les banques contributrices et sanctions en cas de manquement sont renforcées (cf ci-dessous).

Critères d’appartenance au panel contributeur à l’indice :

La participation pourrait reposer sur 2 critères :

- activité sur le marché (en vue de préserver la représentativité du panel)

- localisation dans l’UE, afin de permettre la mise en œuvre de sanctions potentielles

La participation au panel pourrait nécessiter l’approbation d’un comité de supervision indépendant, dont la composition permettrait d’éviter les conflits d’intérêt.

**Q19 : audit du panel :**

L’audit du panel est essentiel afin d’améliorer la gouvernance.

**Q20 : obligation de contribuer**

Rendre les contributions obligatoires semble être l’option la plus réaliste afin de concilier d’une part l’élargissement du panel, d’autre part la mise en œuvre de sanctions et obligations en matière de contrôle interne des éventuelles contributions individuelles.

Plus spécifiquement, concernant les indices de taux d’intérêts : dans le contexte actuel, la mise en place d’une obligation faite aux banques de contribuer semble nécessaire.

**Q 23 - 25 : responsabilité des ajustements en cas de données incohérentes et processus de reporting**

La responsabilité des ajustements éventuellement nécessaires sur les contributions aux indices doit rester du ressort du fournisseur d’indices, en lien avec le contributeur. En effet, confier la responsabilité de l’ajustement éventuel des données au contributeur ne renforcerait pas la crédibilité de ces dernières ; la confier aux usagers de l’indice est compliquée, dans la mesure où ces derniers sont parfois difficiles à identifier (cf indices de référence de taux d’intérêt). En cas d’incohérence dans l’une des soumissions, l’instance en charge de la compilation doit pouvoir le signaler au comité de surveillance/pilotage.

**Q 27-28 : processus de validation des données et responsabilité de l’audit des données de l’indice**

Si un processus de validation était mis en place, il devrait nécessairement prendre en compte la contrainte d’une production et d’une publication rapide de l’indice dans le cas des indices journaliers ; sa procédure se doit par conséquent d’être simple.

**Chapter 3: The Purpose and Use of Benchmarks**

(30) Is it possible and desirable to restrict the use of benchmarks? If so, how, and what are the associated costs and benefits? Please provide estimates.

(31) Should specific benchmarks be used for particular activities? By whom? Please provide examples.

(32) Should benchmarks developed for wholesale purposes be used in retail contracts such as mortgages? How should non-financial benchmarks used in financial contracts be controlled?

(33) Who should have the responsibility for ensuring that indices used as benchmarks are fit for purpose, the provider, the user (firms issuing contracts referenced to benchmarks), the trading venues or regulators?

**Q29-32-33-35: Régulation des activités privées de production d’indices**

Cette discussion devra s’inscrire dans le cadre des réflexions déjà menées au niveau européen sur les agences de notation et au sein de IOSCO sur les agences de reporting des prix.

- S’agissant des règles qu’il faudrait mettre en place, les questions de codes de conduite appliquées aux entreprises, de gouvernance, sanction des abus de marché (contre la manipulation, la fausse information etc…) et de conflits d’intérêt devraient impérativement être soulevées.

- La possible manipulation sur les taux inter-bancaires soulève aussi la question du périmètre de la régulation financière, c’est-à-dire de la délimitation entre les instruments financiers et non financiers, et les défis posés aux régulateurs financiers par les indices non-régulés utilisés comme base d’instruments financiers. Le pétrole, les matières premières en sont des exemples. De plus, un nombre croissant d’instruments non-financiers (matières premières, immobilier…) sont packagés dans des offres destinées à attirer l’épargne des particuliers comme une alternative aux produits traditionnels tels que les actions ou les obligations. Dès lors que ce type d’instruments est développé et joue le même rôle que les instruments financiers traditionnels, il devrait être soumis au même type de régulations pour des raisons de protection de l’investisseur, ainsi que de cohérence de régulation. La sanction de l’abus de marché ou de la manipulation de prix devrait ainsi être étendue à toute forme de manipulation, y compris sur les sous-jacents (indices, prix etc…) à partir desquels les instruments financiers sont calculés, vendus ou échangés. Il convient de s’assurer du plus haut degré d’efficience, d’intégrité et de stabilité des marchés financiers, quel que soit le sous-jacent, référence ou indice utilisé.

**Chapter 4: Provision of Benchmarks by Private or Public Bodies**

(34) Do you consider some or all indices to be public goods? Please state your reasons.

(35) Which role do you think public institutions should play in governance and provision of benchmarks?

(36) What do you consider to be the advantages and disadvantages of the provision of indices by public bodies?

(37) Which indices, if any, would be best provided by public bodies?

**Q34-36-37 : les indices de taux comme biens publics et implication des autorités publiques**

INSEE :

- La production statistique publique (INSEE) est un bien public, financée comme tel et dont l’usage est gratuit et accessible à tous. Par ailleurs, la plupart des indices publics construits et diffusés par l’INSEE, éventuellement utilisés comme « benchmark » pour établir le prix d’instruments financiers ou comme indexation, répondent également à des besoins propres au système statistique public pour l’élaboration des comptes nationaux, l’analyse conjoncturelle ou la construction d’autres indices. Il y a donc une « validation » interne de la cohérence d’ensemble de ces indices.

Banque de France :

- Les indices de taux d’intérêt pourraient être qualifiés de biens publics du fait de leur importance. Les taux Libor et Euribor sont utilisés dans le monde entier pour la valorisation des transactions, et ce pour un nombre important de produits financiers, par un nombre considérable de participants de marché, à la fois pour les activités de trading et de couverture. En particulier, l’encours notionnel des produits financiers basés sur le Libor équivaut à 300 Tr USD, tandis que ceux basés sur l’Euribor représenteraient 200Tr USD. Cette évolution est due à l’intégration accrue des marchés financiers et à la progression des marchés Euro, avec une augmentation des contrats indexés sur le Libor et Euribor. Les taux Euribor sont utilisés comme référence dans les prêts bancaires aux entreprises non financières et aux ménages ; ils sont également utilisés dans certains produits pour la clientèle de détail. Les différences entre ce que les indices de référence se doivent de mesurer et la réalité économique des usagers finaux peuvent générer des distorsions de prix, avec un risque de décision économique erronée, tant pour les gestionnaires d’actifs que pour les usagers finaux (décisions de souscriptions, remboursement ou mauvaise estimation du prix des actifs). Les taux de référence se doivent ainsi d’être au plus près de la réalité économique pour éviter ces distorsions.

Même si les conséquences directes en termes de stabilité financière sont difficiles à évaluer, les risques d’une perte de confiance en la fiabilité des indices de référence pourraient porter atteinte à la confiance globale du marché vis-à-vis du système financier.

Compte tenu de leur importance systémique et de leur rôle dans la transmission de politique monétaire, les autorités publiques devraient être impliquées dans le processus, tout en évitant tout conflit d’intérêt.

Dès lors, il est important que le processus de compilation des données demeure de la responsabilité du secteur privé alors que le secteur public pourrait intervenir à 3 niveaux dans le processus :

-Participation au comité de surveillance/pilotage responsable de l’indice

-Participation à certains aspects de la gouvernance concernant le processus de détermination du taux : dans le cas d’indices de référence en matière de taux d’intérêt, cela inclurait la supervision du calcul de l’Euribor, de la robustesse de la gouvernance de l’Euribor-European Banking Federation et du processus de contrôle ex-post. Le processus de supervision devrait être étendu à d’autres benchmarks d’importance systémique au niveau de l’UE.

-Participation au processus de surveillance, notamment la mise en œuvre de sanctions en cas de transmission de données erronées.

La réforme des indices de référence doit être l’occasion d’élargir le périmètre des revues en cours des taux d’intérêt, de prix ou d’indices qui servent de base aux instruments financiers.

**Chapter 5: Impact of Potential Regulation: Transition, Continuity and International Issues.**

(38) What conflicts of interest would arise in the provision of indices by public bodies? What would be the best way of avoiding these conflicts of interest?

(39) What are the likely transition challenges, costs and timelines for relevant benchmarks? Please provide examples.

(40) How do you consider that the adoption of new benchmarks could be ensured? Is this best framed in terms of encouraging or mandating the use of particular benchmarks?

(41) How can reforms of the regulation of benchmarks be most easily implemented?

(42) What positive or negative impacts, if any, do you see on small and medium-sized enterprises of the possible regulation of indices, and how could any negative impacts be mitigated?

(43) Are there other impacts which should be considered? If so please specify the nature of these impacts and provide evidence.

(44) In which countries are benchmarks used in your sector produced? From which countries are data used for the production of benchmarks in your sector sourced? In which countries are benchmarks used in your sector used?

(45) Are there non-EU benchmarks which could serve as substitutes? Are there non-EU benchmark providers which could produce similar benchmarks?

(46) Are there international benchmarks which could serve as substitutes for national benchmarks?

**Q38: les conflits d’intérêts**

Les banques centrales pourraient être sujettes à des conflits d’intérêt dans leur implication dans la surveillance des indices de référence.

Dès lors, il est important que le processus de compilation des données demeure de la responsabilité du secteur privé alors que le secteur public pourrait intervenir à 3 niveaux dans le processus :

-Participation au comité de surveillance/pilotage responsable de l’indice

-Participation à certains aspects de la gouvernance concernant le processus de détermination du taux : dans le cas d’indices de référence en matière de taux d’intérêt, cela inclurait la supervision du calcul de l’Euribor, de la robustesse de la gouvernance de l’Euribor-European Banking Federation et du processus de contrôle ex-post. Le processus de supervision devrait être étendu à d’autres benchmarks d’importance systémique au niveau de l’UE.

-Participation au processus de surveillance, notamment la mise en œuvre de sanctions en cas de transmission de données erronées.

**Q39: concernant les enjeux de la transition:**

Le changement de méthodologie et l’éventuelle modification de la définition d’un indice pourraient engendrer un nombre important de problèmes juridiques et peser sur la stabilité financière. Dès lors, il est nécessaire de les prendre en compte puisqu’ils pourraient conduire à des modifications de la valeur économique de certains contrats et entraîner des litiges entre les parties contractantes.

Le processus de réforme des benchmarks financiers et de taux d’intérêt doit être coordonné aux niveaux européen et mondial, afin d’aboutir à un cadre cohérent et des règles du jeu équitables.

**Q45: Autres benchmarks envisageables**

Concernant les indices de taux d’intérêts : d’autres indices pourraient compléter plutôt que se substituer au BOR :

-L’OIS pourrait être considéré comme un substitut au BOR, du fait d’une plus importante activité de marché sur ce produit, en particulier sur les maturités courtes. Toutefois, le concept de l’OIS diffère de celui de l’EURIBOR actuel en ce qu’il ne contient pas de prime de risque de crédit (ou une prime très faible), ce qui est l’une des principales utilités du BOR. Par ailleurs, certains participants de marché qui ne sont pas impliqués dans le financement des banques pourraient avoir une influence importante sur le niveau des OIS (à titre d’exemple, des hedge funds pourraient se positionner sur le marché avant les décisions de politique monétaire, pouvant entraîner des mouvements importants de la courbe OIS).

-Des indices de référence indexés sur les taux de repo pourraient également être envisagés, puisqu’ils sont de plus en plus représentatifs des coûts de financements réels des banques, dans un marché dont la liquidité s’accroit. Toutefois, les taux de repo reflètent également la qualité du collatéral sous-jacent, et pourraient par conséquent subir des distorsions (par exemple en cas de resserrement des conditions de disponibilité du collatéral).

Ces indices pourraient intéresser notamment les banques centrales dans le cadre de l’évaluation de la transmission de la politique monétaire. Toutefois, ils ne peuvent se substituer aux indices BOR qui contiennent une prime de risque de crédit. Il est crucial de maintenir ce premium afin de préserver la nature du benchmark (ie, coût du financement non sécurisé d’une banque) afin limiter les risques juridiques sur les contrats existants.

**ANNEXE : Description de quelques-uns des indices principaux produits par l’INSEE**

Les « prix de production ».

L’Insee publie de longue date des indices de prix « de gros », appelés par la suite « de production », des indices « de matières premières », des prix ou indices divers dans l’immobilier, plus récemment encore des indices de prix « d’importation », dont une des vocations principales est de servir à indexer des contrats, tant entre agents privés qu’entre une administration publique et des agents privés. Les autres vocations de ces indices sont d’alimenter les comptes nationaux, de renseigner les organisations professionnelles et de porter un éclairage conjoncturel de la situation économique.

Le site « Prix et indices de prix » de la « Banque de Données Macroéconomiques » (<http://www.bdm.insee.fr/bdm2/choixTheme.action?code=20>) permet d’appréhender la variété de ces indices (la dernière rubrique « prix et indices de prix à la consommation » n’est pas produite par la direction des statistiques économiques, et a été décrite par ailleurs) :



Les prix à la consommation.

L’Insee publie tous les mois l’indice des prix à la consommation, ainsi qu’un certain nombre d’indices dérivés. Il s’agit plus particulièrement d’indices par secteur de la consommation ou d’indice pour des populations particulières, ou d’autres indices avec des pondérations sectorielles particulières (indice des prix à loyers imputés, indice des prix hors tabac). L’Insee produit par ailleurs la composante française de l’indice des prix à la consommation européen harmonisé (IPCH). Cet indice est fondé sur les mêmes observations de prix que l’IPC national. Néanmoins les pondérations des différents secteurs de la consommation sont légèrement différentes car les concepts sous-jacents de consommation le sont également. La croissance annuelle des deux indices (IPC et IPCH) est proche, plus élevée en moyenne pour l’IPCH de 0,1 point, depuis le début des années 2000.

Les observations de prix utilisées dans le calcul des indices de prix à la consommation sont collectées sur le terrain par des enquêteurs de l’Insee ou directement auprès d’institutions qui disposent de bases de données de prix qu’elles pratiquent. Des prix à la consommation sont également collectés sur internet par des agents de l’Insee.

En dehors des contrats privés dont l’Insee n’a pas nécessairement connaissance, l’IPC et ses dérivés (IPC hors tabac, IPC pour les ménages dont le chef est employé ou ouvrier, hors tabac) sont utilisés pour l’indexation de minima sociaux (pensions, retraites, RSA, …), et du salaire minimum. Il sert également à la revalorisation des loyers, des pensions alimentaires, des rentes viagères, etc. Beaucoup de contrats privés sont indexés sur l’IPC ou ses dérivés. S’agissant des instruments financiers, on peut citer les **obligations assimilables du Trésor indexées sur l'inflation.**

L’indice de coût horaire du travail.

L’Insee produit l’indice du coût horaire du travail révisé (ICHTrev-TS). Cet indice trimestriel permet d’apprécier l’évolution du coût horaire du travail, par section de la NACE. Il est conceptuellement très proche du Labour Cost Index (LCI) à l’exception du fait qu’il n’est pas révisable. L’ICHTrev-TS suit l’évolution de l’ensemble des rémunérations, des cotisations sociales et des taxes nettes de subventions. Il est calculé en rapportant au volume horaire de travail, la somme de la masse salariale, des charges sociales après prise en compte des exonérations de charges. La masse salariale, les effectifs et les exonérations de charges sont mesurées par l’Acoss à partir des bordereaux récapitulatifs de cotisations sociales tandis que le volume horaire de travail est fourni par l’enquête Acemo de la Dares. Ainsi toutes les données utilisées pour le calcul de l’ICHTrev-TS sont basées sur des transactions et non estimées.

Il n’est pas possible de savoir combien d’entreprises utilisent l’indice. Mais les statistiques de consultation de la Banque de Données Macro de l’Insee indiquent que :

* l’ICHT dans l'Industrie mécanique et électrique est consulté en moyenne 4500 fois par mois
* l’ICHT dans les activités de services administratifs et de soutien est consulté en moyenne 950 fois par mois

L’ICHTrev-TS est aussi utilisé dans le cadre des contrats entre des entreprises et des collectivités locales. Une fois qu’elles ont négocié un premier contrat, l’évolution de l’ICHTrev-TS leur permet de le revaloriser à chaque fois qu’elles ont un contrat similaire à signer sans avoir à passer par une nouvelle phase de négociation. C’est typiquement le cas des contrats passés avec des sociétés de nettoyage qui sont ainsi revalorisés facilement chaque mois.