

# LA FIN DU TIOL ET LE DÉBUT DU SOFR : MISE À JOUR D'OCTOBRE 2022

Publié le 25 octobre, 2022

**Catégories:** [Perspectives](#), [Publications](#)

Il reste moins de neuf mois avant l'abandon officiel du taux interbancaire offert à Londres (TIOL, ou LIBOR en anglais) en dollars américains, le 30 juin 2023. Dans ce bulletin, nous rappelons les dates à retenir, présentons quelques nouveautés sur le marché des prêts concernant le taux de financement à un jour garanti (SOFR) et analysons succinctement les différentes méthodes utilisées pour remplacer le TIOL par le SOFR dans les contrats de prêt.

## 1. Rappel – Calendrier d'abandon du TIOL

La fin de l'année 2021 a marqué celle de toutes les échéances des TIOL en euros et en francs suisses, des échéances au jour le jour, d'un jour, d'une semaine, de deux mois et de douze mois des TIOL en livres sterling et en yens ainsi que des échéances d'une semaine et de deux mois du TIOL en dollars américains. Les échéances au jour le jour et d'un, de trois, de six et de douze mois du TIOL en dollars américains continueront d'être calculées pour les contrats en vigueur jusqu'au 30 juin 2023<sup>[1]</sup>.

Le 1<sup>er</sup> janvier, la Financial Conduct Authority (**FCA**) a désigné les échéances d'un, de trois et de six mois du TIOL en livres sterling et en yens comme constituant des indices de référence au sens de « l'article 23A », ce qui signifie qu'elles sont maintenant définitivement non représentatives du marché, leur calcul ne se fondant plus sur l'information fournie par des banques du panel<sup>[2]</sup>. En revanche, elles demeureront disponibles pendant un certain temps pour les besoins des contrats en vigueur (à l'exception de ceux visant des dérivés compensés) grâce à une méthode de calcul synthétique, ce qui porte maintenant les acteurs du marché à leur donner le nom de « TIOL synthétique »<sup>[3]</sup>. La FCA a jugé nécessaire de prévoir une exception pour les contrats en vigueur (p. ex., obligations, prêts hypothécaires), étant donné que, sur le marché, un certain volume de contrats existants liés au TIOL ne comporte pas de clauses de repli adéquates qui permettraient de changer de taux dans le respect du calendrier d'abandon du TIOL sans entraîner de risques considérables de perturbation du marché et de préjudices aux consommateurs<sup>[4]</sup>.

Le TIOL synthétique en yens cessera d'être publié à la fin de l'année. La FCA a récemment annoncé que les échéances d'un et de six mois du TIOL synthétique en livres sterling seraient disponibles jusqu'au 31 mars 2023,

après quoi leur publication prendrait définitivement fin[5]. Elle se penche actuellement sur les réponses des acteurs du marché à une consultation tenue au troisième trimestre de 2022 pour déterminer quand et comment abandonner progressivement le TIOL synthétique en livres sterling et s'il y a lieu d'exiger la production du TIOL synthétique en dollars américains au-delà du 30 juin 2023[6]. Il convient de rappeler que la FCA a interdit aux entités relevant d'elle d'utiliser le TIOL synthétique dans leurs nouveaux contrats[7].

Le 15 mars dernier, le gouvernement des États-Unis a adopté la *Consolidated Appropriations Act, 2022*[8], qui prévoit une solution législative pour les contrats financiers régis par le droit américain arrivant à échéance après le 30 juin 2023, dans les cas où il n'y a pas de moyen viable de remplacer le TIOL au terme de sa période de disponibilité[9].

## 2. Nouveautés sur le marché – SOFR

Depuis la recommandation officielle par l'Alternative Reference Rate Committee (**ARRC**) des taux à terme prospectifs Secured Overnight Finance Rate (**SOFR à terme**) formulés par le CME Group (le « CME »), les prêteurs disposent d'un taux de rechange viable analogue au TIOL[10]. Le 19 mai, l'ARRC a accepté les taux à terme SOFR de douze mois du CME, sous réserve d'une limitation de la portée d'utilisation[11]. C'est donc dire qu'il accepte désormais les taux à terme SOFR d'un, de deux, de trois et de douze mois du CME[12]. L'ARRC préconise le SOFR à terme sur le marché des prêts aux entreprises (p. ex., facilités consortiales, financement sur le marché intermédiaire, financement du commerce extérieur), où le passage du TIOL au taux SOFR moyen ou au jour le jour comporte son lot de problèmes[13].

Le 21 septembre, Refinitiv Benchmark Services (UK) Limited a commencé à publier un SOFR à terme « tout compris »[14]. Basé sur le SOFR à terme du CME, plus le rajustement au titre de l'écart recommandé par l'ARRC, ce taux est disponible pour les produits du marché au comptant destinés aux institutions et aux particuliers[15]. Il est publié pour les échéances d'un, de trois, de six et de douze mois[16].

L'ARRC a recommandé d'appliquer au SOFR des rajustements au titre de l'écart dans ses clauses de repli pour les contrats de prêt utilisant le TIOL pour pallier les différences d'ordre économique entre les deux taux[17]. Pour la même raison, on applique les rajustements au titre de l'écart aux nouveaux prêts utilisant le SOFR[18], malgré l'absence de convention unique en la matière[19]. Aux États-Unis, la Loan Syndications & Trading Association a rapporté qu'en juin, parmi les nouveaux prêts, 39 % étaient assortis d'un rajustement au titre de l'écart de crédit de 10 points de base (fixe), 17 % comportaient un rajustement « selon la courbe du marché » (10 points de base pour 1 M, 15 points de base pour 3 M, 25 points de base pour 6 M), et 44 % ne faisaient pas l'objet d'un rajustement[20]. Lorsque le prêt n'indique pas de rajustement, le prêteur en intègre vraisemblablement un à sa marge[21]. De façon anecdotique, nous avons aussi observé sur le marché canadien une approche mixte des rajustements au titre de l'écart dans les contrats de prêt.

### 3. Documentation relative aux prêts

L'abandon du TIOL en dollars américains dans les contrats de prêt comportant les clauses de repli recommandées par l'ARRC s'amorcera le jour où seront disparues ou considérées comme non représentatives toutes les échéances du TIOL en dollars américains, ou encore lorsqu'un taux de rechange sans risque sera adopté par anticipation<sup>[22]</sup>. Par conséquent, le TIOL en dollars américains sera délaissé dans ces contrats dès le 30 juin 2023 (voire plus tôt, s'il y a adoption par anticipation)<sup>[23]</sup>. Soulignons toutefois que les clauses de repli varient d'un document à l'autre, et que tous les contrats de prêt n'ont pas incorporé les recommandations de l'ARRC. Il y a donc lieu d'examiner attentivement les clauses de repli de chaque contrat de prêt. Peu d'acteurs ont opté pour l'adoption par anticipation, notamment parce qu'à l'heure actuelle, il n'est pas économiquement attrayant pour les emprunteurs de faire refinancer un prêt au SOFR majoré du rajustement au titre de l'écart recommandé par l'ARRC<sup>[24]</sup>.

Durant le premier trimestre de l'année civile en cours, nous avons constaté que la plupart des contrats de prêts en dollars américains comportaient des clauses relatives aux emprunts selon le SOFR à terme. Les prêteurs profitent aussi des modifications, des renouvellements et des refinancements pour remplacer le TIOL par le SOFR à terme (ou, plus rarement, un autre taux sans risque). De manière générale, dans un contexte de modification, ils emploient deux méthodes pour incorporer le SOFR à terme à un contrat de prêt. La première consiste à rédiger un contrat modifié et à y annexer une copie certifiée conforme du contrat de prêt où sont annotés tous les changements apportés aux clauses pour remplacer le TIOL par le SOFR à terme. Cette voie semble la plus souvent privilégiée, vu l'ampleur des modifications de libellé à apporter pour substituer le SOFR au TIOL, car elle permet aux parties de voir les changements regroupés dans une copie annotée et certifiée conforme du contrat.

La seconde méthode consiste à énoncer chaque modification du contrat de prêt, article par article, dans un document distinct à lire parallèlement au contrat principal. Or, comme les changements nécessitent l'insertion de nombreuses définitions et le remplacement de toutes les mentions du TIOL faites dans le contrat, cette approche est plus laborieuse et complique la lecture des diverses clauses portant sur le SOFR. Les parties conviennent parfois, surtout si des changements majeurs au contrat sont envisagés, de modifier et de mettre à jour le contrat de sorte que tous les changements soient regroupés dans un seul contrat remanié.

### 4. Conclusion

À ce stade, il ne devrait plus y avoir émission de prêts utilisant le TIOL. Il y a donc lieu pour les prêteurs : i) de connaître les taux de rechange sans risque; ii) d'adopter leur taux de rechange sans risque préféré et de l'appliquer à leurs nouveaux contrats de prêt et iii) de faire en sorte que les contrats en vigueur qui utilisent toujours le TIOL en dollars américains comportent des clauses de repli appropriées, ou encore que le TIOL y soit

remplacé par un taux de rechange sans risque accompagné d'un mécanisme de substitution.

Nous continuerons de suivre le dossier de l'abandon du TIOL ainsi que les tendances émergentes relatives aux taux de substitution sans risque, et publierons des mises à jour sur les nouveaux faits importants.

[1] Pour connaître les dates associées à l'abandon du TIOL, voir notre bulletin « [La fin du TIOL : mise à jour de janvier 2022](#) » (janvier 2022). Voir aussi Financial Conduct Authority, « [Changes to LIBOR as of end-2021](#) » (4 janvier 2022), en ligne.

[2] Financial Conduct Authority, « [Article 23C Benchmarks Regulation – Notice of Permitted Legacy Use By Supervised Entities](#) » (1<sup>er</sup> janvier 2022), en ligne.

[3] *Id.*

[4] *Id.*

[5] Financial Conduct Authority, « [FCA announces decision on cessation of 1- and 6-month synthetic sterling LIBOR at end-March 2023](#) » (29 septembre 2022), en ligne.

[6] *Id.*

[7] Préc., note 2.

[8] Alternative Reference Rates Committee, « [ARRC Welcomes Passage of Federal LIBOR Transition Legislation in Omnibus Spending Package](#) » (15 mars 2022) , en ligne.

[9] *Id.*

[10] Pour un exposé plus détaillé du SOFR à terme du CME, voir notre bulletin « [Renouvellement de terme : l'ARRC recommande le SOFR à terme du CME group](#) » (7 septembre 2021).

[11] L'ARRC recommande le SOFR à terme de douze mois pour les stratégies de repli relatives au TIOL de douze mois et au financement du commerce extérieur ou des créances clients. Voir aussi Alternative Reference Rates Committee, « [ARRC Provides Update Endorsing CME 12-Month SOFR Term Rate](#) » (19 mai 2022).

[12] *Id.*

[13] *Id.*

[14] Refinitiv, « [Refinitiv launches forward looking term rate versions of ARRC recommended fallback rates to facilitate industry transition from USD LIBOR](#) » (21 septembre 2022), en ligne.

[15] *Id.* La version du SOFR à terme « tout compris » destinée aux particuliers est un prototype. La production devrait avoir lieu seulement lorsque l'ARRC aura établi les rajustements au titre de l'écart pour les produits grand public, ce qu'il fera après le 30 juin 2023.

[16] *Id.*

[17] Loan Syndications & Trading Association, « [LIBOR : The Final Countdown](#) » (29 juin 2022), en ligne.

[18] *Id.*

[19] *Id.*

[20] *Id.*

[21] *Id.*

[22] Alternative Reference Rates Committee, « [ARRC Supplemental Recommendations of Hardwired Fallback Language for LIBOR Syndicated and Bilateral Business Loans](#) » (25 mars 2021), en ligne.

[23] *Id.* Les clauses de repli recommandées par l'ARRC comportent une clause prévoyant que l'agent administratif (s'il s'agit d'un prêt consorsial) ou le prêteur (s'il s'agit d'un prêt bilatéral) peut retirer une échéance du TIOL devenue indisponible ou non représentative.

[24] Préc., note 17.

par [Kathy A. Martin](#) et [Maria Sagan](#)

### **Mise en garde**

Le contenu du présent document ne fournit qu'un aperçu du sujet et ne saurait en aucun cas être interprété comme des conseils juridiques. Le lecteur ne doit pas se fonder uniquement sur ce document pour prendre une décision, mais devrait plutôt obtenir des conseils juridiques précis.

© McMillan S.E.N.C.R.L., s.r.l. 2022