

L'ABANDON GRADUEL DU LIBOR : UNE INTRODUCTION

Publié le 10 septembre, 2019

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

En juillet 2017, Andrew Bailey, directeur de la Financial Conduct Authority (la « **FCA** »), a prononcé un discours dans lequel il remettait en question la viabilité du taux interbancaire offert à Londres (le « **LIBOR** ») et a annoncé que, d'ici la fin de 2021, la FCA n'utiliserait plus ses pouvoirs pour convaincre les banques faisant partie du panel de présenter des soumissions à l'égard du LIBOR ou les obliger à le faire^[1]. Selon la FCA, le LIBOR n'est pas viable principalement parce que les réformes qui ont été adoptées dans la foulée du scandale de fixation des taux en 2012 n'ont pas réussi à faire en sorte que le taux soit fondé sur des opérations qui sont représentatives du marché du LIBOR, plutôt sur les opinions subjectives des banques faisant partie du panel^[2]. L'abandon graduel du LIBOR aura une incidence sur un large éventail de contrats financiers qui sont fondés sur ce taux, y compris certaines conventions de crédit et certains contrats dérivés. Étant donné qu'il reste seulement un peu plus de deux ans avant l'abandon graduel, les parties à des contrats financiers qui utilisent le LIBOR comme taux de référence devraient envisager d'utiliser d'autres taux de référence et se préparer en conséquence.

Dans le présent bulletin, qui se veut un bref survol, (i) nous examinons la définition du LIBOR ainsi que les façons dont il est utilisé, (ii) nous expliquons pourquoi le LIBOR est problématique, (iii) nous examinons certains des principaux taux de référence de rechange qui sont proposés, (iv) nous traitons de la capacité du marché des prêts à s'éloigner graduellement du LIBOR, et (v) nous résumons le libellé définissant les solutions de rechange qui a été recommandé récemment par l'Alternative Reference Rates Committee (l'« **ARRC** ») aux fins d'inclusion dans les conventions de crédit syndiqué qui utilisent le LIBOR comme taux de référence.

1. Qu'est-ce que le LIBOR et pourquoi est-il important?

Le LIBOR est le taux de référence le plus utilisé dans le monde pour le financement non garanti entre les banques sur le marché interbancaire. Bien qu'il n'y ait pas qu'une seule définition du LIBOR, celui-ci est souvent décrit comme la réponse à la question suivante par les banques faisant partie du panel qui contribuent à l'établissement du LIBOR : [TRADUCTION] « à quel taux pourriez-vous emprunter des fonds, si vous le faisiez en demandant et en acceptant des offres interbancaires dans un marché de taille raisonnable juste avant 11 h? »^[3] Un panel de banques (composé de 11 à 18 banques par devise) répond à cette question chaque jour ouvrable à Londres en soumettant des calculs pour cinq devises (le franc suisse, l'euro, la livre

sterling, le yen et le dollar américain) et sept périodes d'échéance (1 jour (*ou overnight*), 1 semaine, 1 mois, 2 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois). L'ICE Benchmark Administration Limited (l'« **IBA** ») détermine le LIBOR en excluant 25 % des soumissions les plus hautes et 25 % des soumissions les plus basses, et en établissant la moyenne des soumissions restantes [4].

Le LIBOR est utilisé à diverses fins, y compris le calcul des taux flottants ou variables des prêts aux entreprises, des dérivés, des obligations et autres contrats financiers; l'établissement du prix de produits de détail, y compris les hypothèques, les prêts automobiles et les prêts étudiants; comme mesure de la solidité de l'économie; et aux fins de prédiction des taux d'intérêt de la banque centrale[5]. L'IBA a estimé que le LIBOR était utilisé comme taux de référence dans des contrats en cours, dont l'échéance varie entre 1 jour et plus de 30 ans, représentant plus de 350 trillions de dollars américains[6].

2. Les problèmes liés au LIBOR

Pendant la crise financière mondiale de 2007 à 2008, il a été révélé que de nombreuses banques avaient manipulé le LIBOR afin d'en tirer un profit. Le scandale qui a suivi s'est soldé par l'imposition de sanctions totalisant plus 9 milliards de dollars américains contre certaines banques, le dépôt d'accusations criminelles contre des courtiers, et des demandes des réformes législatives concernant le LIBOR[7]. De sérieuses préoccupations ont été soulevées au sujet du LIBOR, dont les suivantes : (i) ce taux est fondé sur des soumissions émanant de banques faisant partie du panel qui font une estimation de leurs coûts d'emprunt, au lieu d'être fondé sur des opérations réelles, (ii) aucun cadre de réglementation ne régit le LIBOR, et (iii) certaines banques faisant partie du panel ont faussement présenté des soumissions basses à l'égard du LIBOR qui ne reflétaient pas leur coût de financement réel, de manière à gonfler leurs profits et ainsi donner une impression plus favorable de leur solidité financière[8].

Pour faire face à cette crise, le gouvernement du Royaume-Uni a créé en 2012 la FCA, qu'elle a investie de larges pouvoirs d'enquête et de réglementation des marchés financiers[9]. Le gouvernement du Royaume-Uni a également nommé le directeur de la FCA et chargé celui-ci de procéder à un examen approfondi du LIBOR. Dans son rapport final, le directeur de la FCA a conclu qu'il serait moins dérangerant pour les marchés financiers de mettre en œuvre une réforme globale du LIBOR que de remplacer celui-ci par un nouveau taux de référence, et il a recommandé, entre autres, que (i) la responsabilité de l'administration du LIBOR soit transférée de la British Bankers' Association à un nouvel administrateur et (ii) que les soumissions du LIBOR soient fondées sur les données d'opérations réelles plutôt que sur les estimations des banques faisant partie du panel[10].

En 2014, l'IBA a été mise sur pied et chargée de surveiller le LIBOR et de mettre en place diverses mesures de contrôle afin de prévenir toute manipulation future des taux; l'un de ses objectifs était que le taux soit fondé

sur des données d'opérations réelles en fonction de paramètres normalisés[11] plutôt que sur des estimations subjectives des banques faisant partie du panel[12]. Malgré ces efforts, cette approche s'est avérée difficile à mettre en application en raison du rétrécissement du marché des prêts interbancaires et, par conséquent, du nombre limité d'opérations sur lesquelles les soumissions du LIBOR pouvaient être fondées[13]. Par exemple, en 2017, la Loan Syndications and Trading Association (la « **LSTA** ») a estimé que plus de 70 % des soumissions pour les prêts en dollars américains à trois mois étaient fondées sur le « jugement expert » des banques faisant partie du panel et non sur des opérations réelles ou interpolées[14]. De plus, les banques faisant partie du panel sont devenues de plus en plus réticentes à fournir des soumissions fondées sur des estimations qui n'étaient pas étayées par des données d'opérations en raison du risque accru qu'elles puissent être tenues responsables d'avoir présenté des soumissions inexactes ou trompeuses et en raison des coûts de réglementation élevés[15]. Par conséquent, la FCA s'est vu accorder le pouvoir légal temporaire de contraindre les banques à fournir des soumissions à l'égard du LIBOR. Étant donné ce contexte réglementaire fragile, la FCA s'est écartée de son point de vue initial selon lequel le LIBOR devrait être maintenu, mais faire l'objet d'une réforme, et a décidé que le LIBOR devait faire l'objet d'un abandon graduel en faveur de taux de référence de rechange sans risque qui sont clairement fondés sur des opérations[16].

3. Taux de référence de rechange sans risque

Le groupe de travail du Royaume-Uni sur les taux sans risque pour les opérations en livres sterling (le « **Groupe de travail du R.-U.** ») a recommandé le Sterling Overnight Index Average (le « **SONIA** ») comme solution de rechange au LIBOR à privilégier pour les taux publiés en livres sterling[17]. Le SONIA est un taux à un jour publié par la Banque d'Angleterre qui est calculé comme étant le taux moyen pondéré des opérations non garanties sur le marché en livres sterling négociées chaque jour ouvrable par la Wholesale Markets Brokers' Association à Londres. En avril 2018, la Banque d'Angleterre a mis en œuvre une réforme du SONIA, y compris des modifications méthodologiques visant l'élargissement de l'éventail des opérations prises en compte dans le calcul du taux, ce qui a eu pour effet de tripler le volume d'opérations moyen par rapport à son volume précédent[18], et les volumes de négociation ont continué de croître. En juillet 2019, le notionnel des swaps liés au SONIA compensés en cours était supérieur à 10 trillions de livres sterling, et au cours du premier semestre de 2019, le SONIA a représenté plus de 45 % du notionnel des swaps négociés en livres sterling[19]. L'objectif du Groupe de travail du R.-U. est de diminuer le recours actuel au LIBOR[20] et de préparer le terrain pour une transition vers le SONIA sur le marché des obligations, des prêts et des dérivés en livres sterling, de sorte que le SONIA devienne le « principal taux d'intérêt de référence pour les opérations en livres sterling » d'ici la fin de 2021[21].

Aux États-Unis, l'ARRC a recommandé le Secured Overnight Funding Rate (le « **SOFR** ») comme solution de rechange au LIBOR pour les contrats en dollars américains[22]. Le SOFR est un taux de financement à un jour

garanti calculé en fonction des opérations sur le marché des pensions livrées sur les valeurs du Trésor américain, qui a un marché bien établi et en croissance[23]. Depuis que la Banque de réserve fédérale de New York a commencé la publication quotidienne du SOFR en avril 2018, le volume de négociation quotidien moyen a dépassé les 800 milliards de dollars américains en 2018, et atteint un sommet de 1 trillion de dollars américains en juillet 2019[24]. À l'instar du Groupe de travail du R.-U., l'ARRC est chargé de préparer un plan de transition du LIBOR pour les contrats en dollars américains vers le SOFR[25].

La FCA s'est prononcée en faveur du SONIA et du SOFR comme taux de référence de rechange au LIBOR[26]. Le principal avantage du SONIA et du SOFR est le fait que ces taux sont relativement sans risque par rapport au LIBOR, leur calcul étant effectué en fonction des données d'opérations réalisées sur des marchés actifs qui sont recueillies par la banque centrale pertinente plutôt que d'être fondé sur les soumissions provenant de banques faisant partie du panel[27]; par conséquent, ils sont moins susceptibles de faire l'objet de manipulations. Il existe plusieurs autres différences importantes entre les taux de rechange et le LIBOR, dont les suivantes : (i) le SONIA et le SOFR ne peuvent être utilisés que pour la livre sterling et le dollar américain, respectivement, alors que le LIBOR peut être utilisé pour plusieurs devises; (ii) le LIBOR est un taux à terme prospectif offert pour plusieurs échéances, tandis que le SONIA et le SOFR ne sont présentement que des taux à un jour rétrospectifs[28]; et (iii) le LIBOR est fondé sur un marché des prêts interbancaires non garantis et tient compte du risque de crédit des banques, alors que les taux sans risque ne reflètent pas ce risque. En ce qui concerne le SOFR, étant donné que ce taux est garanti par des valeurs du Trésor américain, il devrait être moins élevé que le LIBOR et, par conséquent, devra faire l'objet d'un rajustement afin d'être plus comparable au LIBOR[29].

Au Canada, le taux des opérations de pension à un jour ou Canadian Overnight Repo Rate Average (le « **taux CORRA** ») est un taux de référence sans risque comparable qui mesure le coût moyen du financement à un jour garanti. Le taux CORRA repose sur des opérations réelles et est calculé au vu des opérations réalisées par des courtiers intermédiaires. Il est principalement utilisé pour les swaps indexés sur le taux à un jour et les contrats à terme connexes[30]. En mars 2018, la Banque du Canada a annoncé la création du Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien (le « **Groupe de travail sur le TARCOR** »), qui a comme mandat de définir et de s'attacher à élaborer un nouveau taux d'intérêt de référence sans risque à terme pour les opérations en dollars canadiens, prévoyant que si les contrats libellés en devises ont de plus en plus tendance à utiliser comme taux de référence des taux à terme sans risque, les participants au marché pourraient vouloir la même chose pour les contrats en dollars canadiens. Le Groupe de travail sur le TARCOR se penchera également sur les améliorations qui pourraient être apportées au taux CORRA, y compris l'élargissement de l'éventail des opérations utilisées aux fins du calcul du taux[31]. Plus récemment, en juillet 2019, la Banque du Canada a annoncé qu'elle avait l'intention de devenir l'administrateur du taux CORRA

en 2020, Lynn Patterson, sous-gouverneure à la Banque, ayant déclaré ce qui suit « [l]a Banque est d'avis qu'au fil du temps, le taux CORRA sera de plus en plus adopté pour un large éventail de produits financiers et qu'il est susceptible de devenir le principal taux d'intérêt de référence au Canada, particulièrement sur les marchés des produits dérivés »^[32].

4. Le contexte de la transition

Un rapport publié en 2018 par l'International Financial Law Review sur un sondage que celle-ci a mené auprès de participants au marché a montré que le marché n'était généralement pas prêt à relever le défi que pose la transition du LIBOR vers des taux de référence de rechange. Plus particulièrement, les répondants au sondage ont été considérés comme étant lents à apporter des changements à la façon dont les indices de référence sont traités dans leur documentation, seulement 12 % d'entre eux ayant effectué de tels changements^[33]. De plus, la majorité des répondants ont indiqué que l'élément déclencheur qui ferait en sorte qu'ils modifient leur documentation devrait provenir de l'extérieur; 80 % d'entre eux ont répondu que l'élément déclencheur serait l'établissement de conditions du marché généralement reconnues, et 78 % d'entre eux ont mentionné que cet élément déclencheur nécessiterait la prise de mesures réglementaires^[34].

L'incertitude quant à savoir si le LIBOR continuera à être publié après 2021 et quels seront les taux de référence de rechange qui seront alors le plus utilisés fait en sorte qu'il est d'autant plus difficile pour les marchés d'être particulièrement proactifs; toutefois, il y a certaines mesures minimales qui peuvent et devraient être prises pendant la période de transition. Comme l'a souligné la LSTA, la transition du LIBOR vers un taux de référence de rechange est [TRADUCTION] « un processus, et non un problème insurmontable », de sorte que les participants au marché devraient commencer à se préparer dès maintenant à l'abandon graduel, étant donné que le fait de s'y prendre tôt minimisera autant les coûts que les risques^[35].

Les conventions de crédit qui mentionnent le LIBOR comme taux de référence contiennent habituellement un libellé général qui définit les solutions de rechange au LIBOR au cas où celui-ci ne serait plus disponible. L'un de ces libellés que l'on retrouve souvent stipule que si le LIBOR n'est pas disponible, un autre taux sera utilisé (tel qu'un taux interpolé ou faisant l'objet d'une soumission par une banque de référence désignée). Un autre libellé courant énonce qu'en cas d'« événement perturbateur du marché », les prêts reposant sur le LIBOR seront convertis en prêts fondés sur le taux de base ou le taux directeur. Ces libellés visent généralement à prévoir le cas où le LIBOR n'est pas disponible de façon temporaire et, par conséquent, n'offrent pas de solution à long terme pour l'abandon permanent du LIBOR.

Étant donné les limites que comporte le libellé actuel, les parties aux conventions de crédit qui mentionnent le LIBOR comme taux de référence devraient (i) vérifier si le libellé définissant les solutions de rechange qui est contenu dans leurs conventions de crédit est suffisant, et (ii) se pencher sur les dispositions prévoyant les

solutions de rechange au LIBOR en cas d'abandon de celui-ci qui devraient être incluses sous forme de modifications apportées aux conventions de crédit actuelles et dans les nouvelles conventions de crédit dont la date d'échéance est postérieure à 2021, en tenant dûment compte du libellé type recommandé par l'ARRC, qui est résumé ci-après.

5. Libellé type recommandé par l'ARRC

En 2018, l'ARRC a publié des principes directeurs à l'égard du libellé type^[36] et lancé un processus de consultation sur le libellé type qu'il propose afin de solliciter les commentaires des participants au marché. Le 25 avril 2019, l'ARRC a publié la version finale du libellé type qu'il recommande pour les nouveaux octrois de prêts syndiqués et de billets à taux variable qui sont fondés sur le LIBOR en dollars américains, lequel tient compte des commentaires que l'ARRC a reçus dans le cadre du processus de consultation^[37]. Le libellé type recommandé pour les prêts commerciaux bilatéraux et les titrisations, qui a été publié le 31 mai 2019^[38], est très semblable, sur le fond, à celui qui est recommandé pour les prêts syndiqués. En annonçant les recommandations, Tom Wipf, président de l'ARRC, a déclaré ce qui suit :

[TRADUCTION] Il n'est plus question de savoir si, mais plutôt quand, le LIBOR deviendra inutilisable; cependant, la plupart des contrats qui le mentionnent comme taux de référence ne reflètent pas suffisamment cette éventualité. L'élimination possible du LIBOR en 2021 pose évidemment un énorme risque pour la stabilité financière et les participants au marché. Le libellé type émis aujourd'hui constitue une étape fondamentale qui permet de répondre à cette préoccupation. Nous encourageons les participants au marché à insérer ce libellé dans les nouveaux contrats et, si possible, de commencer à rédiger des contrats reposant sur le SOFR plutôt que le LIBOR en dollars américains^[39].

Les recommandations visent à favoriser l'uniformité dans la documentation relative aux prêts, et à accroître la transparence et la résilience du libellé définissant les solutions de rechange. Toutefois, l'ARRC souligne que l'adoption de ce libellé se fait sur une base volontaire^[40].

L'ARRC a recommandé deux approches distinctes, à savoir a) l'« approche programmée » (*hardwired approach*) et b) l'« approche de la modification » (*amendment approach*); les participants au marché peuvent ainsi choisir l'une ou l'autre de ces approches lorsqu'ils adoptent un libellé définissant les solutions de rechange dans leurs conventions de crédit syndiqué.

Approche programmée

L'approche programmée introduit un libellé précis dans les conventions de crédit en prévoyant à la fois (i) une méthode en cascade pour déterminer les taux de remplacement qui doivent être utilisés à la place du LIBOR et (ii) une méthode en cascade pour calculer le rajustement au titre de l'écart de crédit applicable. L'inclusion

du rajustement dans le libellé est nécessaire étant donné que le LIBOR et le SOFR sont des taux différents (comme il est indiqué à la partie 3 ci-dessus); par conséquent, le libellé prévoit un mécanisme permettant de rendre les taux plus comparables au moyen d'un rajustement qui peut être une valeur positive ou négative ou encore une valeur égale à zéro[41]. La méthode en cascade pour l'établissement des taux de remplacement, par ordre de priorité, est la suivante : (A) la somme du SOFR à terme (un taux à terme prospectif éventuel, comme il est indiqué à la partie 6 ci-après) et du rajustement au titre de l'écart, et si ce taux n'est pas disponible, (B) la somme du SOFR composé et du rajustement au titre de l'écart, et si ce taux n'est pas disponible, (C) la somme du taux de rechange choisi par l'agent administratif et l'emprunteur, en tenant dûment compte des pratiques du marché alors en vigueur aux fins du calcul d'un taux de remplacement et du rajustement au titre de l'écart. Si le SOFR à terme est le taux de remplacement, la méthode en cascade pour le calcul du rajustement, par ordre de priorité, est la suivante : (A) le rajustement au titre de l'écart choisi par l'ARRC ou l'autorité compétente, et si ce rajustement n'est pas disponible, (B) le rajustement au titre de l'écart mentionné dans les définitions de rechange de l'ISDA (que l'ISDA est en train d'élaborer). Si un autre taux que le SOFR à terme est le taux de remplacement, l'agent administratif et l'emprunteur doivent convenir du rajustement au titre de l'écart, en tenant dûment compte des pratiques du marché alors en vigueur aux fins du calcul de ce rajustement[42].

L'utilisation du taux de remplacement est déclenchée par la survenance de l'un des cas de transition vers un nouveau taux de référence suivants : (i) l'annonce par l'administrateur du taux de référence (l'IBA, dans le cas du LIBOR) qu'il a cessé ou qu'il cessera de publier le taux de référence, de façon permanente ou indéfinie, et qu'aucun autre administrateur ne le fera à sa place, (ii) l'annonce par un organisme de réglementation ayant compétence à l'égard de l'administrateur du taux de référence, une banque centrale ou toute autre autorité compétente que l'administrateur du taux de référence a cessé ou cessera de publier le taux de référence et qu'aucun autre administrateur ne le fera à sa place, ou (iii) une déclaration publique par l'organisme de réglementation qui supervise l'administrateur du taux de référence selon laquelle le taux de référence n'est plus représentatif[43]. L'utilisation du taux de remplacement peut également être déclenchée par un « choix d'utilisation par anticipation » (*early opt-in election*) dans les cas suivants : (i) la remise par l'agent administratif (ou à la demande de l'emprunteur) d'un avis selon lequel au moins cinq (ce nombre pouvant être rajusté selon le niveau de confort des parties) facilités de crédit syndiquées en dollars américains au moment en cause utilisent le SOFR à terme et le rajustement au titre de l'écart applicable, comme taux d'intérêt au lieu du LIBOR, et (ii) la décision conjointe de l'agent administratif, de l'emprunteur et des prêteurs de déclarer que ce choix d'utilisation par anticipation a été fait, et la remise par l'agent administratif d'un avis écrit de ce choix à chacune des autres parties[44].

Lorsqu'un cas de transition vers un nouveau taux de référence survient ou un choix d'utilisation par

anticipation est fait, et à la date de prise d'effet connexe, toutes les mentions du LIBOR (ou de tout taux de remplacement) dans la documentation de crédit sont automatiquement remplacées par des mentions du nouveau taux de remplacement et du rajustement au titre de l'écart applicable, calculé suivant leur méthode en cascade respective au moment en cause, sans qu'il soit nécessaire pour les parties d'apporter quelque modification que ce soit aux documents de crédit, ou de prendre quelque autre mesure que ce soit ou de conclure quelque autre entente à l'égard de ceux-ci, sous réserve du droit de contestation des prêteurs dans les cinq jours ouvrables si le taux de remplacement proposé est choisi par l'agent administratif et l'emprunteur du fait que les autres taux de remplacement ayant préséance dans l'ordre de priorité prévu par la méthode en cascade ne sont pas disponibles[45]. Le libellé définissant les solutions de rechange dans le cadre de l'approche programmée peut également résister à l'épreuve du temps; en effet, le terme « taux de référence » (*Benchmark*) est défini de façon large et comprend le LIBOR, initialement, ainsi que tout taux de référence en remplacement du LIBOR. Par conséquent, dans le cas improbable où le taux devant être utilisé en remplacement du LIBOR était abandonné, tout taux de remplacement subséquent serait choisi au moyen du même mécanisme[46].

Approche de la modification

L'approche de la modification ne définit pas expressément le taux de remplacement ni le rajustement au titre de l'écart qui seront utilisés après l'abandon du LIBOR. Elle prévoit plutôt un processus simplifié de négociation d'une modification apportée à la convention concernant l'adoption d'un taux de remplacement à un certain moment futur. Cette approche est semblable aux différentes versions du libellé concernant le remplacement du LIBOR qui sont devenues de plus en plus courantes dans les conventions de crédit syndiqué depuis l'annonce par la FCA de l'abandon graduel du LIBOR, étant donné les limites que comporte le libellé traditionnel portant sur les solutions de rechange.

Les cas de transition vers un nouveau taux de référence en vertu de l'approche de la modification sont les mêmes que ceux qui sont prévus en vertu de l'approche programmée. Le choix d'utilisation par anticipation comme élément déclencheur est également possible dans les cas suivants : (i) la détermination par l'agent administratif, ou par les prêteurs, moyennant remise d'un avis à l'agent administratif (dont copie à l'emprunteur), que les facilités de crédit syndiquées libellées en dollars américains qui sont exécutées au moment en cause sont exécutées ou modifiées de sorte à inclure un nouveau taux d'intérêt de référence en remplacement du LIBOR, et (ii) la décision par l'agent administratif ou les prêteurs de déclarer qu'un choix d'utilisation par anticipation a été fait, et la remise par l'agent administratif d'un avis écrit de ce choix à l'emprunteur et aux prêteurs, ou par les prêteurs à l'agent administratif[47]. Dès qu'un événement déclencheur survient ou qu'un choix d'utilisation par anticipation est fait, l'emprunteur et l'agent administratif peuvent modifier la convention de crédit et y remplacer le LIBOR par un taux de remplacement (qui peut être un taux

SOFR à terme ou tout autre taux de remplacement) et le rajustement au titre de l'écart, en tenant dûment compte (A) de toute recommandation d'un taux de remplacement et d'un rajustement au titre de l'écart par l'autorité gouvernementale pertinente (y compris l'ARRC) ou (B) de toute pratique du marché en vigueur aux fins du calcul d'un taux de remplacement; toutefois, si le taux de remplacement ainsi calculé est inférieur à zéro, ce taux sera réputé être égal à zéro[48].

La prise d'effet de la modification est sous réserve des droits de consentement des prêteurs. Si une modification est déclenchée par un cas de transition vers un nouveau taux de référence, elle prendra effet le cinquième jour ouvrable après que l'agent administratif a affiché la modification proposée, pourvu que l'agent administratif n'ait pas reçu un avis écrit des prêteurs selon lequel ceux-ci s'opposent à la modification, auquel cas l'intérêt courra au taux de base de rechange (ou à un autre taux équivalent précisé dans la convention de crédit) jusqu'à ce qu'un taux de remplacement auquel les prêteurs consentent soit choisi par l'agent administratif et l'emprunteur. Si une modification est déclenchée par un choix d'utilisation par anticipation, elle prendra effet à la date à laquelle l'agent administratif reçoit un avis écrit selon lequel les prêteurs acceptent la modification[49]. Contrairement au libellé définissant les solutions de rechange dans le cadre de l'approche programmée, le libellé définissant les solutions de rechange dans le cadre de l'approche de la modification ne peut résister à l'épreuve du temps étant donné qu'il ne prévoit que le remplacement du LIBOR; par conséquent, des modifications devront être apportées aux dispositions advenant l'abandon subséquent du taux utilisé en remplacement du LIBOR[50].

De plus, l'approche de la modification et l'approche programmée renferment toutes deux des dispositions qui confèrent à l'agent administratif le droit d'apporter les modifications techniques ou de conformité à la convention de crédit et aux autres documents de prêt qu'il juge nécessaires, de temps à autre, aux fins de la mise en place et de l'administration du taux de remplacement, sans devoir obtenir le consentement des autres parties. L'agent administratif est également tenu d'aviser immédiatement l'emprunteur et les prêteurs de la survenance de certains cas, notamment (i) la survenance d'un cas de transition vers un nouveau taux de référence ou l'exercice d'un choix d'utilisation par anticipation, (ii) la mise en place d'un taux de remplacement, (iii) la prise d'effet de modifications de conformité, (iv) le commencement ou la fin de toute période de non-disponibilité d'un taux de référence, auquel cas l'intérêt courrait au taux de base par défaut en l'absence de la mise en place d'un taux de remplacement, et (v) en ce qui concerne l'approche programmée, le retrait ou le rétablissement de toute teneur du SOFR à terme si une telle teneur ne peut être affichée sur un écran applicable ou un autre service d'information[51].

Comparaison sommaire des approches

L'approche programmée prévoit avec certitude et clarté ce qui se passera lorsque le LIBOR aura été abandonné, et elle ne requiert que peu de changements à la documentation ou de consentements (s'il y a lieu)

de la part des parties une fois qu'un élément déclencheur pour la transition vers un taux de remplacement se produit[52]; par conséquent, cette approche devrait être plus facile à mettre en place et à exécuter en présence d'un gros volume de documents de crédit[53]. Elle offre également une certaine marge de manœuvre quant au taux de remplacement et au rajustement au titre de l'écart qui seront adoptés, compte tenu de l'utilisation du mécanisme en cascade[54]. Toutefois, elle comporte un inconvénient majeur en ce qu'elle oblige les prêteurs et les emprunteurs à s'entendre sur des méthodes de calcul de taux et de rajustements au titre de l'écart qui n'existent pas encore, ce qui élimine la possibilité de tirer parti de toute valeur économique du contexte du marché au moment de la transition[55]. À l'inverse, l'approche de la modification prévoit un mécanisme qui facilite la négociation future du taux de remplacement et du rajustement au titre de l'écart une fois qu'ils ont été établis[56]. Toutefois, l'approche de la modification est limitée par le fait qu'il se pourrait que les prêteurs ne puissent modifier simultanément des milliers de documents de crédit si le LIBOR n'était soudainement plus disponible, sans préparation adéquate concernant la mise en œuvre des modifications. Cette approche pourrait également encourager les parties à adopter des stratagèmes lorsqu'elles négocient un taux de remplacement selon que le marché économique est favorable au prêteur ou à l'emprunteur au moment de la transition[57]. Bien que l'approche de la modification soit celle que la plupart des emprunteurs semblent privilégier aujourd'hui, au fur et à mesure que nous approcherons de l'échéance de 2021 et que des taux de rechange seront de plus reconnus au sein du marché des prêts, il est probable que les participants au marché considéreront que certaines variantes de l'approche programmée représentent un choix plus approprié et plus efficace[58].

De plus, l'approche programmée devrait être en quelque sorte cohérente avec le libellé définissant les solutions de rechange de l'ISDA qui est attendu pour les contrats dérivés. Toutefois, ce libellé pourrait différer à certains égards, dont les suivants : (i) la possibilité qu'un événement déclencheur puisse survenir avant l'abandon complet du LIBOR (p. ex. un organisme de réglementation déclare publiquement que le LIBOR n'est plus représentatif), ce qui pourrait entraîner des différences dans le libellé recommandé, et (ii) le choix du SOFR à terme comme principal taux de rechange, étant donné le large consensus au sein du marché des dérivés selon lequel le SOFR moyen composé pour le calcul des arriérés devrait être le principal taux de rechange[59]. Par conséquent, l'approche de la modification offre la plus grande marge de manœuvre aux participants au marché qui souhaitent que le libellé de leurs documents de crédit soit conforme à celui figurant dans leurs contrats dérivés[60].

Au cours de la dernière année, l'ISDA a mené un grand nombre de consultations auprès des participants au marché sur des questions techniques liées à l'élaboration de libellés définissant les solutions de rechange pour les contrats dérivés qui sont fondés sur des taux interbancaires clés, dont le LIBOR[61]. L'ISDA est censée publier, au cours du dernier trimestre de 2019, des modifications à ses définitions de 2006 qui prévoient des

libellés pour les nouveaux contrats, ainsi que des protocoles pour l'utilisation de libellés dans les contrats existants, dont la mise en place est prévue pour le début de 2020[62].

6. Perspectives d'avenir et prochaines étapes

Au fur et à mesure que l'échéance pour l'abandon graduel du LIBOR approche, on assiste à des progrès au chapitre de la création de marchés pour des taux de rechange au LIBOR sans risque, le volume des opérations reposant sur le SONIA et le SOFR ayant considérablement augmenté sur le marché des dérivés[63]. Il y a également eu des progrès importants sur le marché au comptant sur le plan de la transition vers le SONIA pour les nouvelles émissions de billets à taux variable en livres sterling[64]. Toutefois, la transition du LIBOR vers les taux de rechange dans le marché des prêts a été plus lente en raison, notamment, de l'absence actuellement d'une structure à terme dans les taux de rechange. Le SONIA et le SOFR sont des taux rétrospectifs qui sont conclus au jour le jour et, par conséquent, le paiement d'intérêt final n'est connu que lorsque la période d'intérêt expire. Les prêteurs et les emprunteurs préfèrent les taux à terme prospectifs comme le LIBOR, étant donné que le total de l'intérêt payable est connu au début de la période d'intérêt. Si un taux SOFR à terme prospectif est établi, les emprunteurs pourraient continuer de prévoir les coûts de financement et de s'assurer d'avoir les liquidités suffisantes; on s'attend donc à ce que très peu de changements soient apportés à leurs activités administratives et à leurs conventions de prêt (par exemple, au mode de calcul de l'intérêt et au traitement des opérations pendant les weekends)[65]. Si aucun taux SOFR à terme n'est établi, la solution de rechange possible, soit un taux SOFR composé pour le calcul des arriérés serait plus difficile à adopter et obligerait les emprunteurs et les prêteurs à apporter non seulement des changements opérationnels, mais également des changements aux pratiques du marché[66].

L'ARRC a indiqué sa préférence pour un taux SOFR à terme prospectif comme taux de rechange pour les produits au comptant; toutefois, avant qu'un tel taux puisse être élaboré, tous les membres de l'ARRC doivent considérer de façon unanime qu'il s'agit d'un « taux de référence solide, fondé sur des données d'opérations et conforme aux principes de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (l'« OICV »)[67] », et il n'est pas certain qu'un tel taux sera produit avant la fin de 2021[68]. Le Groupe de travail du R.-U. a manifesté un appui semblable à l'élaboration d'un taux SONIA à terme robuste et conforme aux principes de l'OICV aux fins d'utilisation dans certaines opérations au comptant, mais le moment où un tel taux sera produit demeure également incertain[69]. Par ailleurs, l'établissement de taux à terme est tributaire de l'utilisation de taux de rechange sur le marché des dérivés, ce qu'il est impossible de prévoir avec certitude, malgré les progrès qui ont été observés. C'est probablement en raison de ces facteurs que bon nombre de participants au marché ont tendance à reporter le moment où ils s'éloigneront du LIBOR et attendent de voir ce qui va se passer concernant l'établissement des taux à terme[70]. Cependant, dans un discours qu'il a prononcé récemment dans le cadre d'un exposé portant sur la transition vers le LIBOR de la Securities Industry and Financial Markets

Association, Andrew Bailey a fait une mise en garde contre cette approche. Il a insisté sur le fait que l'« hypothèse de base » devrait être que le LIBOR ne sera pas publié après la fin de 2021, et que même si le LIBOR continuait à être publié, il est peu probable qu'il respecterait les critères de représentativité, étant donné la baisse prévue du nombre de banques faisant partie du panel qui voudront encore contribuer à l'établissement du LIBOR. Selon lui, afin d'éviter les complications, la meilleure façon d'entrevoir l'avenir est de ne pas conclure de nouveaux contrats fondés sur le LIBOR, mais de plutôt commencer à utiliser un taux de référence de rechange bien avant la fin 2021^[7].

Nous continuerons à surveiller de près le processus d'abandon graduel du LIBOR et ferons des mises à jour au fur et à mesure que de nouveaux faits importants se produiront.

par Kathy Martin et Maria Sagan

[1] Andrew Bailey, « [The Future of Libor](#) » (en anglais) (discours prononcé à Bloomberg London, le 27 juillet 2017), [Bailey 2017].^[ps2id id='1' target='']

[2] *Ibid.*^[ps2id id='2' target='']

[3] ICE Benchmark Administration, « [Roadmap for ICE LIBOR](#) » (en anglais) (18 mars 2016), [Feuille de route de l'ICE] à la p. 26.^[ps2id id='3' target='']

[4] *Ibid.*^[ps2id id='4' target='']^[ps2id id='4' target='']

[5] *Ibid.* à la p. 5.^[ps2id id='5' target='']

[6] ICE Benchmark Administration, « [Summary of ICE LIBOR Evolution](#) » (en anglais) (24 janvier 2017), [Sommaire de l'ICE] à la p. 2.^[ps2id id='6' target='']

[7] James McBride, « [Understanding the Libor Scandal](#) » (en anglais), Council on Foreign Relations (12 octobre 2016), [Scandale du LIBOR].^[ps2id id='7' target='']

[8] Practical Law Canada Finance, « [The End of LIBOR? Proposed Phase Out of LIBOR and a Look at the Alternatives](#) » (en anglais) (15 août 2017), [La fin du LIBOR].^[ps2id id='8' target='']

[9] Scandale du LIBOR, *supra* note 7.^[ps2id id='9' target='']

[10] Royaume-Uni, « [The Wheatley Review of LIBOR, Final Report](#) » (en anglais) (septembre 2012), aux p. 7 et 8.^[ps2id id='10' target='']

[11] L'IBA a élaboré la méthodologie en cascade suivante pour les soumissions des banques faisant partie du panel afin que le LIBOR soit autant que possible fondé sur des opérations : 1) données d'opérations (en fonction de paramètres définis); 2) données tirées d'opérations réelles (comprenant des opérations antérieures et une interpolation); et 3) jugement expert (avec documentation à l'appui). Voir le Sommaire de l'ICE, *supra* note 6 à la p. 3.^[ps2id id='11' target='']

[12] Feuille de route de l'ICE, *supra* note 3 aux p. 5 à 7.^[ps2id id='12' target='']

[13] Bailey 2017, *supra* note 1.^[ps2id id='13' target='']

- [14] La Loan Syndications and Trading Association, « [LIBOR: Why You Should Care...And Shouldn't Panic](#) » (en anglais) (17 août 2017), [Why You Should Care].[ps2id id='14' target='']
- [15] La fin du LIBOR, *supra* note 8; Bailey 2017, *supra* note 1.[ps2id id='15' target='']
- [16] Bailey 2017, *supra* note 1.[ps2id id='16' target='']
- [17] Banque d'Angleterre, « [Transition to Sterling Risk-Free Rates from LIBOR](#) » (en anglais), [Transition vers le Sterling].[ps2id id='17' target='']
- [18] Banque d'Angleterre, « [SONIA Reform Implemented](#) » (en anglais) (23 avril 2018).[ps2id id='18' target='']
- [19] Andrew Bailey, « [LIBOR: Preparing for the End](#) » (en anglais) (Discours prononcé dans le cadre du *LIBOR Transition Briefing* de la Securities Industry and Financial Markets Association à New York, aux É.-U., le 15 juillet 2019), [Bailey 2019].[ps2id id='19' target='']
- [20] Groupe de travail sur les taux de référence sans risque pour les opérations en livres sterling, « [Progress on Adoption of Risk-Free Rates in Sterling Markets](#) » (en anglais) (15 mai 2019), [Progrès sur les marchés des opérations en livres sterling].[ps2id id='20' target='']
- [21] Transition vers le Sterling, *supra* note 17.[ps2id id='21' target='']
- [22] Alternative Reference Rates Committee, « [Second Report](#) » (en anglais) (mars 2018), [Rapport de l'ARRC] à la p. 7.[ps2id id='22' target='']
- [23] *Ibid.*[ps2id id='23' target='']
- [24] Voir [Federal Reserve Bank of New York](#) (en anglais).[ps2id id='24' target='']
- [25] [Federal Reserve Bank of New York, Alternative Reference Rates Committee](#) (en anglais).[ps2id id='25' target='']
- [26] Voir Bailey 2017, *supra* note 1, et Bailey 2019, *supra* note 19.[ps2id id='26' target='']
- [27] *Ibid.* La FCA considère que l'Euro OverNight Index Average, le Swiss Average Rate Overnight (le « **SARON** ») et le Tokyo Overnight Average Rate (le « **TONA** ») comportent des avantages similaires.[ps2id id='27' target='']
- [28] L'ARRC a reconnu qu'un taux de référence à un jour pourrait ne pas être viable pour certains participants au marché et produits et, par conséquent, a inclus dans son plan de transition comme objectif de créer un taux à terme prospectif pouvant être utilisé pour les produits au comptant : voir le Rapport de l'ARRC Report, *supra* note 22 aux p. 20 à 23.[ps2id id='28' target='']
- [29] The Loan Syndications and Trading Association, « [LIBOR: Free Fallbacking](#) » (en anglais) (25 avril 2019), [LIBOR: Free Fallbacking].[ps2id id='29' target='']
- [30] Lynn Patterson, sous-gouverneure à la Banque du Canada, « [Rebooting Reference Rates](#) » (en anglais) (discours prononcé devant l'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières et l'Institute of International Finance, à Toronto, en Ontario, le 18 juin 2018).[ps2id id='30' target='']
- [31] *Ibid.*[ps2id id='31' target='']
- [32] Banque du Canada, « [La Banque du Canada deviendra l'administrateur d'un important taux d'intérêt de](#) »

[référence](#) » (16 juillet 2019).[ps2id id='32' target='']

[33] International Financial Law Review, Practice Insight, « [LIBOR Reform Poll: Fragmented Future](#) » (en anglais) (juillet 2018).[ps2id id='33' target='']

[34] *Ibid.*[ps2id id='34' target='']

[35] *Why You Should Care*, *supra* note 14.[ps2id id='35' target='']

[36] Voir Alternative Reference Rates Committee, « [Guiding Principles for More Robust LIBOR Fallback Contract Language in Cash Products](#) » (en anglais) (9 juillet 2018).[ps2id id='36' target='']

[37] Voir Alternative Reference Rates Committee, « [ARRC Recommendations Regarding More Robust Fallback Language For New Originations of LIBOR Syndicated Loans](#) » (en anglais) (25 avril 2019), [Recommandations de l'ARRC pour les prêts syndiqués]; et Alternative Reference Rates Committee, « [ARRC Recommendations Regarding More Robust Fallback Language For New Issuances of LIBOR Floating Rate Notes](#) » (en anglais) (25 avril 2019).[ps2id id='37' target='']

[38] Alternative Reference Rates Committee, « [ARRC Recommendations Regarding More Robust Fallback Language For New Originations of LIBOR Bilateral Business Loans](#) » (en anglais) (31 mai 2019); et Alternative Reference Rates Committee, « [ARRC Recommendations Regarding More Robust Fallback Language For New Issuances of LIBOR Securitizations](#) » (en anglais) (31 mai 2019).[ps2id id='38' target='']

[39] Alternative Reference Rates Committee, « [ARRC Releases Recommended Fallback Language for Floating Rate Notes and Syndicated Loans](#) » (en anglais) (25 avril 2019).[ps2id id='39' target='']

[40] Recommandations de l'ARRC pour les prêts syndiqués, *supra* note 37 à la p. 3.[ps2id id='40' target='']

[41] *Ibid* à la p. 7. L'ARRC souligne qu'un agent administratif peut également choisir d'inclure comme autre élément déclencheur, même s'il est très peu probable qu'il le fasse, une déclaration publique par un organisme gouvernemental ayant compétence à son égard selon laquelle le LIBOR n'est plus représentatif ou l'agent administratif n'est plus autorisé à l'utiliser. L'ARRC n'a pas inclus ceci dans le libellé type qu'il recommande étant donné qu'il a plutôt porté son attention sur les événements à l'échelle du marché et l'harmonisation du libellé le plus étroitement possible avec celui applicable aux dérivés : voir *Ibid.* à la p. 16.[ps2id id='41' target='']

[42] *Ibid* aux p. 26 et 27.[ps2id id='42' target='']

[43] *Ibid* à la p. 7.[ps2id id='43' target='']

[44] *Ibid.* aux p. 8 et 9.[ps2id id='44' target='']

[45] *Ibid.* aux p. 4 et 20.[ps2id id='45' target='']

[46] *Ibid.* aux p. 17 et 18.[ps2id id='46' target='']

[47] *Ibid.* à la p. 12.[ps2id id='47' target='']

[48] *Ibid.* à la p. 29[ps2id id='48' target='']

[49] *Ibid.* aux p. 9 et 10, et à la p. 30.[ps2id id='49' target='']

[50] *Ibid.* à la p. 28.[ps2id id='50' target='']

- [51] *Ibid.* aux p. 5 et 10.[ps2id id='51' target='']
- [52] *Ibid.* à la p. 13.[ps2id id='52' target='']
- [53] LIBOR: Free Fallbacking, *supra* note 29.[ps2id id='53' target='']
- [54] Recommandations de l'ARRC pour les prêts syndiqués, *supra* note 37 à la p. 13.[ps2id id='54' target='']
- [55] *Ibid.* et LIBOR: Free Fallbacking, *supra* note 29.[ps2id id='55' target='']
- [56] Recommandations de l'ARRC pour les prêts syndiqués, *supra* note 37 aux p. 13 et 27.[ps2id id='56' target='']
- [57] *Ibid.* et LIBOR: Free Fallbacking, *supra* note 29.[ps2id id='57' target='']
- [58] Recommandations de l'ARRC pour les prêts syndiqués, *supra* note 37 aux p. 13 et 14 et à la p. 37.[ps2id id='58' target='']
- [59] *Ibid.*[ps2id id='59' target='']
- [60] *Ibid.*[ps2id id='60' target='']
- [61] Voir, par exemple : Le rapport préparé par The Brattle Group pour l'International Swaps and Derivatives Association, « [Anonymized Narrative Summary of Responses to the ISDA Consultation on Term Fixings and Rajustement au titre de l'écart Methodologies](#) » (en anglais) (20 décembre 2018); International Swaps and Derivatives Association, « [Preliminary Results of ISDA Supplemental Consultation on Spread and Term Adjustments for Fallbacks in Derivatives Referencing USD LIBOR, CDOR and HIBOR and Certain Aspects of Fallbacks for Derivatives Referencing SOR](#) » (en anglais) (30 juillet 2019); et International Swaps and Derivatives Association, « [Preliminary Results of ISDA Consultation on Pre-Cessation Issues for LIBOR and Certain Other Interbank Offered Rates \(IBORs\)](#) » (en anglais) (9 août 2019).[ps2id id='61' target='']
- [62] International Swaps and Derivatives Association, « [ISDA/Bloomberg Benchmark Regulation and Migration Conference, Hong Kong, The Industry Road Map, Scott O'Malia, ISDA Chief Executive](#) » (en anglais) (30 mai 2019).[ps2id id='62' target='']
- [63] Voir *ibid.* et Bailey 2019, *supra* note 19.[ps2id id='63' target='']
- [64] Bailey 2019, *supra* note 19, et Progrès sur les marchés des opérations en livres sterling, *supra* note 20.[ps2id id='64' target='']
- [65] The Loan Syndications and Trading Association, « [SONIA, SOFR & Conventional Wisdom](#) » (3 mars 2019).[ps2id id='65' target='']
- [66] *Ibid.*[ps2id id='66' target='']
- [67] En 2013, l'OICV a recommandé des principes à l'intention des administrateurs des indices financiers de référence qui ont été généralement reconnus par les organismes de réglementation comme représentant des pratiques exemplaires : Voir International Organization of Securities Commission, « [Principles for Financial Benchmarks: Final Report](#) » (en anglais) (juillet 2013).[ps2id id='67' target='']
- [68] Recommandations de l'ARRC pour les prêts syndiqués, *supra* note 37 aux p. 20 et 35. L'ARRC est présentement en train d'élaborer des taux à terme prospectifs en se fondant sur le SOFR pour les marchés des

produits dérivés. La Banque de réserve fédérale de New York prévoit également commencer à publier une série de taux SOFR moyens au cours du premier semestre de 2020 en même temps que le taux SOFR quotidien : voir Federal Open Market Committee de la Banque de réserve fédérale, « [Minutes of the Federal Open Market Committee](#) » (en anglais) (29 et 30 janvier 2019) à la p. 10; et Michael Held, « [SOFR and the Transition from LIBOR](#) » (en anglais) (discours prononcé au cours du dîner de la SIFMA C&L Society tenu en février, à New York, le 26 février 2019).[ps2id id='68' target='']

[69] Progrès sur les marchés des opérations en livres sterling, *supra* note 20.[ps2id id='69' target='']

[70] Bailey 2019, *supra* note 19[ps2id id='70' target='']

[71] *Ibid.*[ps2id id='71' target='']

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 consulter ses propres conseillers juridiques.

© McMillan S.E.N.C.R.L., s.r.l. 2019