

RENOUVELLEMENT DE TERME : L'ARRC RECOMMANDE LE SOFR À TERME DU CME GROUP

Publié le 13 septembre, 2021

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

Le 29 juillet 2021, l'Alternative Reference Rates Committee (« comité sur les taux de référence de remplacement », ou « **ARRC** ») a officiellement recommandé les taux à terme prospectifs Secured Overnight Finance Rate (« taux de financement à un jour garanti », ou « **SOFR** »; le « **SOFR à terme** ») formulés par le CME Group (le « **SOFR à terme du CME** »), un chef de file du marché des dérivés^[1]. Cela représente un virage important dans la transition du taux interbancaire offert à Londres (« **TIOL** ») relatif au dollar américain (« **USD** ») à un taux de remplacement sans risque (« **TSR** »), celui-ci ayant en outre l'avantage de s'apparenter au TIOL dans son fonctionnement. Le présent bulletin traite de l'annonce de l'ARRC, des caractéristiques du SOFR à terme du CME, des types de contrats qui devraient renvoyer au SOFR à terme et des conventions de l'ARRC relatives à celui-ci.

1. L'ARRC recommande le SOFR à terme du CME

Le fait pour l'ARRC de recommander le SOFR à terme du CME est significatif, en particulier pour les acteurs des marchés au comptant, dont le SOFR de prédilection^[2] est généralement le SOFR à terme, celui-ci fonctionnant essentiellement comme le TIOL, notamment en ce que l'intérêt total payable aux termes d'un SOFR à terme est fixé avant le début de la période d'intérêt. Cette modalité est préférable en contexte de prêt, car elle permet aux emprunteurs de prédire les frais de financement et de prévoir leur flux de trésorerie, et aux prêteurs, de faire passer en douceur au SOFR à terme leurs activités post-marché et conventions de prêt pensées en fonction du TIOL. Par ailleurs, le SOFR à terme reflète la position ponctuelle des taux SOFR anticipée par le marché des dérivés fondés sur le SOFR, ce qui s'apparente à la façon dont le TIOL se fonde sur les cotes relatives au coût d'emprunt fournies par les banques du panel. Toutefois, le SOFR à terme ne s'appuie pas sur l'« avis d'experts », mais sur des transactions réelles et des cours exécutoires^[3]. La recommandation du SOFR à terme du CME vient clore le plan de transition rapide mis sur pied par l'ARRC en 2017 en vue d'abandonner le TIOL^[4].

Le SOFR à terme du CME se calcule en fonction des SOFR à un jour et des attentes du marché déduites des marchés des dérivés liés au SOFR, y compris ceux des contrats à terme et des swaps indexés sur le taux à un jour fondés sur celui-ci^[5]. Dès le premier semestre 2021, les calculs du CME Group étaient appuyés par un

volume nominal quotidien de contrats à terme fondés sur le SOFR négociés sur sa plateforme réglementée de 218 G\$[\[6\]](#). Le SOFR à terme du CME est offert pour des teneurs d'un, de trois et de six mois[\[7\]](#); le CME Group travaille actuellement à l'offre d'une teneur de douze mois, prévue d'ici la fin de 2021[\[8\]](#). Conformément aux principes énoncés par l'ARRC quant au SOFR à terme, dont celui voulant que son utilisation soit limitée (et que nous abordons en détail plus loin), le SOFR à terme du CME est disponible pour les transactions sur les marchés au comptant (dont les prêts commerciaux), les dérivés couvrant des effets de caisse liés au SOFR à terme ainsi que certaines titrisations ayant des actifs sous-jacents liés au SOFR à terme[\[9\]](#). L'entité administratrice du SOFR à terme du CME est CME Group Benchmark Administration Limited.

Attendue depuis longtemps, la recommandation d'un taux pour le SOFR à terme est le point culminant de l'effervescence qui a récemment gagné le secteur à l'approche de la date butoir du 31 décembre 2021, où les banques devront cesser d'accorder des prêts au TIOL en USD. Le 20 avril 2021, l'ARRC a publié les principes directeurs qui sous-tendent sa recommandation du SOFR à terme[\[10\]](#), selon lesquels celui-ci devrait : (1) satisfaire aux critères de l'ARRC relatifs aux taux de référence de substitution; (2) s'ancrer dans une base robuste et durable de transactions sur des dérivés qui s'échelonnent dans le temps et (3) avoir un champ d'utilisation restreint afin d'éviter tout usage influençant le nombre de transactions sur des dérivés liés au SOFR, ces transactions sous-jacentes servant elles-mêmes à établir le taux[\[11\]](#). Le 21 avril 2021, lendemain de la publication de ces principes, le CME Group a annoncé avoir mis au point son SOFR à terme[\[12\]](#).

Peu de temps après, le 6 mai 2021, l'ARRC a indiqué les indicateurs de marché dont elle avait besoin pour appuyer sa recommandation d'un taux pour le SOFR à terme. Ces indicateurs sont : (1) la poursuite de la croissance des volumes de dérivés liés au SOFR à un jour; (2) des progrès dans l'approfondissement de la liquidité des produits dérivés liés au SOFR et (3) une croissance manifeste de l'offre de produits au comptant, notamment des prêts, fondés sur les moyennes du SOFR et assortis de taux tant prospectifs qu'à terme échu[\[13\]](#).

La recommandation par l'ARRC du SOFR à terme du CME a suivi de peu l'annonce de l'initiative « SOFR First » de l'Interest Rate Benchmark Reform Subcommittee du Market Risk Advisory Committee de la Commodity Futures Trading Commission (« **sous-comité de la CFTC** »), qui priorise le SOFR par rapport au TIOL pour la négociation[\[14\]](#). Le 26 juillet 2021, les pratiques exemplaires relatives au marché mises de l'avant par le sous-comité de la CFTC, lesquelles supposent que les conventions de négociation intercourriers relatives aux swaps de taux d'intérêt linéaires en USD passent du TIOL au SOFR, sont entrées en vigueur[\[15\]](#). S'en est suivie une hausse des liquidités sur le marché des dérivés fondés sur le SOFR et, de ce fait, la satisfaction du dernier des trois indicateurs de marché auxquels l'ARRC avait subordonné sa recommandation d'un taux pour le SOFR à terme[\[16\]](#).

2. Les types de contrats qui devraient employer le SOFR à terme du CME

L'ARRC a établi ses recommandations sur les pratiques exemplaires relatives à l'utilisation du SOFR à terme^[17], précisant entre autres qu'elle continue d'appuyer tous les types de SOFR, et qu'elle recommande généralement le SOFR à un jour et les moyennes du SOFR aux acteurs des marchés en raison de leur robustesse, particulièrement pour les marchés qui les ont adoptés avec succès, comme ceux des produits aux consommateurs (p. ex. prêts hypothécaires à taux révisables et prêts étudiants), des obligations à taux variable et de la plupart des titrisations^[18].

L'ARRC est favorable à l'utilisation du SOFR à terme comme taux de substitution pour les prêts commerciaux bilatéraux et consortiaux, obligations à taux variables et titrisations préexistants, conformément aux libellés qu'elle a formulés pour ces produits à cet effet. Elle appuie également son emploi dans les nouveaux contrats relevant de domaines où la transition vers le SOFR à un jour et les moyennes du SOFR s'avère difficile, en particulier ceux des facilités de crédit consortiales, des prêts sur le marché intermédiaire et du financement commercial. L'ARRC donne aussi son concours à l'utilisation du SOFR à terme pour certaines titrisations dont les prêts commerciaux et autres actifs sous-jacents renvoient au SOFR à terme, lorsque ces actifs ne se convertissent pas facilement à une autre variation du SOFR^[19].

Par contre, l'ARRC n'appuie pas l'utilisation du SOFR à terme dans la plupart des marchés de dérivés, ceux-ci renvoyant déjà au SOFR composé à terme échu, et la transition de ces marchés vers des TSR plus robustes (plutôt que vers le SOFR à terme) étant nécessaire à leur stabilité financière^[20]. Elle est en revanche favorable à son emploi pour les dérivés destinés aux utilisateurs finaux qui couvrent des produits au comptant renvoyant eux-mêmes au SOFR à terme. La position de l'ARRC relative à l'utilisation du SOFR à terme sur les marchés des dérivés vise à éviter que celui-ci soit utilisé de façon à réduire le nombre de transactions effectuées sur les marchés des dérivés sous-jacents sur lesquels il se fonde, ce qui cadre avec ses principes directeurs relatifs au SOFR à terme^[21].

De nombreuses conventions de crédit comportent déjà des dispositions de remplacement du TIOL recommandées par l'ARRC, lesquelles prévoient une méthode en cascade pour établir le TSR à employer; le SOFR à terme (dont la définition comprend l'exigence qu'il soit choisi ou recommandé par l'autorité gouvernementale compétente) est la première étape de cette cascade. Ainsi, le SOFR à terme du CME ayant été officiellement recommandé par l'ARRC, ces conventions de crédit basculeront vers celui-ci au moment de la prise d'effet des dispositions de remplacement, conformément à leurs modalités. De même, les nouvelles conventions de crédit utiliseront le SOFR à terme comme taux d'intérêt initial. Pour ce qui est de celles qui seront modifiées pour l'incorporer, il faudra les rédiger soigneusement en tenant bien compte des conventions de l'ARRC relatives au SOFR à terme, que nous résumons ci-dessous.

3. Les conventions relatives au SOFR à terme

Le 21 juillet 2021, anticipant la recommandation du SOFR à terme du CME, le Business Loans Working Group de l'ARRC a publié ses recommandations de conventions relatives à l'utilisation du SOFR à terme (ainsi que des moyennes des SOFR appliquées par anticipation) dans le cadre de prêts commerciaux bilatéraux et consortiaux^[22]. Nombre de ces conventions ressemblent à celles qui sont utilisées pour le TIOL.

Voici certaines des conventions applicables aux nouveaux prêts utilisant le SOFR à terme^[23] :

- **Sources** : Une licence d'utilisation du SOFR à terme du CME peut être obtenue du CME Group par l'intermédiaire de CME DataMine, de la plateforme de données sur le marché (« *Market Data Platform* ») de CME et de certains de ses redistributeurs de données, comme Bloomberg et Refinitiv.
- **Publication des taux et périodes d'intérêt** : Le SOFR à terme du CME sera calculé tous les jours où la Federal Reserve Bank de New York calcule et publie le SOFR. Comme il est mentionné ci-dessus, et à l'instar du TIOL, le SOFR à terme du CME est disponible pour des périodes d'intérêt d'un, de trois et de six mois.
- **Calendrier des jours ouvrables** : Le calendrier sur lequel se fondent les conventions de crédit devrait se fonder sur la notion de « *US Government Securities Business Days* » (« jours ouvrables relatifs aux titres du gouvernement des États-Unis »), laquelle englobe tout jour, sauf les samedis, les dimanches ou les jours où la Securities Industry and Financial Markets Association recommande à ses membres de ne pas offrir leurs services relatifs aux placements à revenu fixe en ce qui concerne la négociation de titres du gouvernement des États-Unis.
- **Convention relative aux jours ouvrables** : Les paiements qui doivent s'effectuer un jour non ouvrable se feront le jour ouvrable suivant, à moins que ce dernier ne se trouve dans le prochain mois du calendrier, auquel cas la date de versement des intérêts correspondra au jour ouvrable précédent.
- **Date rétrospective ou de fixation du taux d'intérêt** : Comme pour le TIOL, le taux applicable à une période d'intérêt donnée devrait être fixé en fonction du SOFR à terme publié deux (2) jours ouvrables relatifs aux titres du gouvernement des États-Unis avant le premier jour de cette période.
- **Avis d'emprunt** : Comme pour le TIOL, les demandes d'avis d'emprunt devraient être faites trois (3) jours ouvrables relatifs aux titres du gouvernement des États-Unis avant la date de l'emprunt.
- **Convention de calcul** : La convention de calcul des jours recommandée est « jours réels/360 jours », mais il est possible d'en utiliser une autre (p. ex. « jours réels/365 jours »).
- **Pertes de financement** : Des dispositions relatives aux pertes de financement peuvent être ajoutées aux conventions de crédit, par exemple en ce qui concerne celles attribuables aux conversions ou aux paiements par anticipation effectués au cours d'une période.
- **Taux planchers** : Le SOFR à terme devrait être assujéti au taux plancher éventuellement en vigueur.
- **Arrondissement** : Comme pour le TIOL, le SOFR à terme s'arrondit à cinq décimales près et, lorsqu'il est

exprimé en dollars, peut s'arrondir à deux décimales près.

- **Indisponibilité temporaire** : Comme pour le TIOI, les conventions de crédit devraient comprendre une convention de substitution temporaire applicable si le SOFR à terme n'est temporairement pas publié.
- **Dispositions de substitution** : Les conventions de crédit devraient comprendre des dispositions de substitution robustes, par exemple celles que recommande l'ARRC pour les prêts commerciaux bilatéraux et consortiaux.

La plupart des conventions susmentionnées s'appliqueraient par ailleurs aux prêts préexistants pour lesquels le SOFR à terme est substitué au TIOI. Qui plus est, aux termes de ces conventions de crédit préexistantes, un ajustement des écarts serait appliqué au SOFR à terme, et l'éventuel taux plancher, à la somme du SOFR à terme et de cet ajustement des écarts^[24]. À noter que les conventions susmentionnées sont facultatives.

4. Conclusion

Les acteurs des marchés au comptant qui attendent avec impatience l'arrivée du SOFR à terme en raison de sa ressemblance au TIOI accueilleront à bras ouverts la recommandation par l'ARRC du SOFR à terme du CME. Cet événement constitue en effet une étape importante de l'abandon du TIOI en USD. Les prêteurs et les emprunteurs peuvent désormais accélérer cette transition en s'informant sur le SOFR à terme du CME ainsi que sur son utilisation dans leurs documents de prêt.

Pour notre part, nous continuerons à suivre le dossier de l'abandon du TIOI, de même qu'à fournir des mises à jour à mesure sur les prochains jalons.

[1] Alternative Reference Rates Committee, « [ARRC Formally Recommends Term SOFR](#) » (29 juillet 2021).

[Recommandation du SOFR à terme].

[2] Pour en savoir davantage sur les divers types de SOFR, veuillez consulter notre bulletin de juillet 2021 intitulé « [Le point sur le SOFR](#) ».

[3] CME Group, « [CME Term SOFR Reference Rates](#) » (consulté le 3 septembre 2021).

[4] *Supra*, note 1 [Recommandation du SOFR à terme]; voir également Alternative Reference Rates Committee, « [Transition from LIBOR](#) » (consulté le 3 septembre 2021).

[5] *Supra*, note 3; CME Group, « [CME Group Announces Launch of CME Term SOFR Reference Rates](#) », (21 avril 2021), [Annonce du CME]; CME Group, « [CME Term SOFR Reference Rates Benchmark Methodology](#) » (21 avril 2021).

[6] CME Group, « [CME Term SOFR Reference Rates, FAQ](#) » (30 juillet 2021).

[7] *Supra*, note 5 [Annonce du CME].

[8] *Supra*, note 6.

[9] *Supra*, note 6.

[10] *Supra*, note 1.

[11] Alternative Reference Rates Committee, « [*Key Principles to Guide the ARRC as it Considers the Conditions in Believes are Necessary to Recommend a Forward-Looking SOFR Term Rate*](#) » (20 avril 2021).

[12] *Supra*, note 5 [Annonce du CME].

[13] Alternative Reference Rates Committee, « [*ARRC Identifies Market Indicators to Support a Recommendation for a Forward-Looking SOFR Term Rate*](#) » (6 mai 2021).

[14] Alternative Reference Rates Committee, « [*ARRC Welcomes MRAC Subcommittee's Recommended Dates for Transitioning Interdealer Swap Market Trading Conventions to SOFR*](#) » (9 juin 2021) [L'ARRC accueille l'annonce du MRAC]. Voir également Commodity Futures Trading Commission, « [*CFTC's Interest Rate Benchmark Reform Subcommittee Recommends July 26 for Transitioning Interdealer Swap Market Trading Conventions from LIBOR to SOFR*](#) » (8 juin 2021) et Commodity Futures Trading Commission, « [*CFTC Market Risk Advisory Committee Adopts SOFR First Recommendation at Public Meeting*](#) » (13 juillet 2021).

[15] *Ibid.*, L'ARRC accueille l'annonce du MRAC.

[16] *Ibid.*, L'ARRC accueille l'annonce du MRAC.

[17] Voir Alternative Reference Rates Committee, « [*ARRC Best Practice Recommendations Related to Scope of Use of the Term Rate*](#) » (21 juillet 2021, mis à jour le 27 août 2021).

[18] *Ibid.*

[19] *Ibid.*

[20] *Ibid.*

[21] *Ibid.*

[22] Alternative Reference Rates Committee, « [*Forward Looking Term SOFR and SOFR Averages \(Applied in Advance\) Conventions for Syndicated and Bilateral Business Loans*](#) » (21 juillet 2021).

[23] *Ibid.*

[24] *Ibid.*

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. 2021