

N

Monthly
Newsletter
September 2020

Banking and Finance

Schellenberg
Wittmer



Transition du LIBOR vers des taux alternatifs pour les transactions sur dérivés

Dr. Olivier Favre

Key Take-aways

- 1.** La fin du LIBOR approche. Les banques du panel pourraient cesser de présenter des soumissions d'ici fin 2021 et les indices de référence LIBOR pourraient par conséquent, peu de temps après, cesser d'être représentatifs.
- 2.** Pour les transactions dont l'échéance est postérieure à 2021, afin d'obtenir un résultat prévisible et de prévenir les risques de litige, les parties devaient intégrer des clauses de *fallback* dans leurs contrats.
- 3.** De telles clauses de *fallback* peuvent être incorporées par le biais d'une adhésion au protocole de *fallback* de l'ISDA qui sera bientôt publié. Alternativement, les parties peuvent conclure des avenants bilatéraux.

1 La fin du LIBOR

Le sort des **indices de référence LIBOR** a été décidé au moment où Andrew Bailey, le président de la Financial Conduct Authority (FCA) de l'époque, a déclaré en juillet 2017 qu'"il ne serait plus nécessaire pour la FCA de persuader ou d'obliger les banques à se soumettre au LIBOR" d'ici **fin 2021**. Depuis lors, les régulateurs ont maintenu une position selon laquelle le LIBOR devrait cesser d'exister vers la fin 2021 et une transition vers des **taux sans risque alternatifs** est nécessaire avant cette cessation. Néanmoins, les références LIBOR sont encore largement utilisées pour les produits négociés aujourd'hui, en particulier sur les **marchés des dérivés sur taux d'intérêt et des prêts**, ainsi que pour les **obligations à taux variable**.

Le LIBOR est actuellement administré par l'ICE Benchmark Administration Limited (IBA) et disponible chaque jour ouvrable dans **cinq devises** (USD, GBP, CHF, JPY et EUR) et **sept échéances** (un jour, une semaine, un mois, deux mois, trois mois, six mois et douze mois). Les valeurs du LIBOR sont déterminées sur la base des soumissions des banques du panel.

Les banques du panel peuvent se retirer du processus de soumission à différents moments dès la fin 2021 et, en conséquence, le FCA peut décider que certaines valeurs LIBOR ne seront plus représentatives avant même que ces dernières ne cessent d'être publiées.

2 L'utilisation de taux sans risque alternatifs (RFRs)

Les groupes de travail nationaux sur les marchés concernés ont identifié les RFRs suivants qui peuvent être utilisés comme **alternatives au LIBOR** et leur équivalent dans l'UE et au Japon (EURIBOR et TIBOR, ainsi que LIBOR les IBOR): (i) CHF (CHF-LIBOR): Swiss Average Rate Overnight (**SARON**); (ii) USD (USD-LIBOR): Secured Overnight Financing Rate (**SOFR**); (iii) GBP (GBP-LIBOR): Sterling Overnight Index Average (**SONIA**); (iv) AUD (BBSW): Australia Overnight Cash Rate (**AONIA**); (v) JPY (JPY-LIBOR, TIBOR, Euroyen-TIBOR): Tokyo Overnight Average Rate (**TONA**); (vi) CAD (CDOR): Canadian Overnight Repo Rate Average (**CORRA**); (vii) HKD (HIBOR): HKD Overnight Index Average (**HONIA**); (viii) EUR (EUR-LIBOR, EURIBOR): Euro Short Term Rate (**EuroSTR**).

Les RFRs sont - par opposition au IBORs - des **taux au jour le jour**. Par conséquent, s'ils sont utilisés pour une période de calcul supérieure à un jour, les taux journaliers doivent être ajustés par une capitalisation pour le terme concerné.

En ce qui concerne l'euro, alors que l'EURIBOR continuera d'exister, les valeurs EUR-LIBOR cesseront d'être publiées dans le cadre de la suppression du LIBOR.

3 Clauses de *fallback* pour les Transactions sur le marché des dérivés

En ce qui concerne les transactions faisant référence à un taux LIBOR au lieu d'un RFR, conclues avec une échéance **postérieure** à la date effective de fin du LIBOR ou à la date à partir de laquelle la FCA détermine que le LIBOR n'est plus repré-

sentatif, la question est de savoir comment leur transposer un taux de référence alternatif sans risque pendant leur échéance respective. Cela peut se réaliser par le biais d'acceptation de clauses de *fallback*, c'est-à-dire en insérant de telles clauses au moment de la conclusion du contrat prévoyant la transaction, soit en modifiant la transaction à cet effet.

Une **clause de *fallback*** doit aborder trois points : tout d'abord, elle doit préciser les **éléments déclencheurs** du passage au taux de *fallback*. Deuxièmement, la clause doit spécifier les taux sans risque **alternatifs** qui s'appliqueront lorsqu'un événement déclencheur se réalisera. Troisièmement, la clause de *fallback* doit préciser les ajustements applicables lors du passage aux taux de *fallback* pertinents. Cette transition implique un **ajustement de la durée** pour tenir compte des différences dans la structure des échéances des deux taux (c'est-à-dire le passage d'un taux à terme prospectif à un taux au jour le jour) et un ajustement de l'écart tenant compte de toute différence en matière de risque de crédit (c'est-à-dire le passage d'un taux tenant compte de l'exposition au crédit interbancaire à un taux basé sur les transactions garanties ou négociées sur un marché plus large).

L'**ISDA** a l'intention de mettre en œuvre lesdites clauses de *fallback* dans un complément à ses définitions de 2006 applicables aux taux d'intérêt de référence et dans un "protocole" (protocole de *fallback* de l'ISDA), en vue d'inclure des clauses de *fallback* dans les transactions préexistantes.

3.1 Événements déclencheurs

Chacun des événements suivants devrait constituer un événement déclencheur :

- i. une déclaration publique ou une publication par l'**administrateur compétent** de l'IBOR concerné, ou en son nom, annonçant qu'il a cessé ou cessera de fournir l'IBOR concerné de manière permanente ou indéterminée, à condition qu'il n'y ait pas de successeur qui continuera à le fournir ;
- ii. une déclaration publique ou une publication de l'**autorité de surveillance** de l'administrateur de l'IBOR concerné, de la banque centrale de la devise de cet IBOR, d'une autorité d'insolvabilité ou résolution dont dépend l'administrateur de l'IBOR, ou d'un tribunal ou entité ayant une compétence similaire en matière d'insolvabilité ou de résolution, indiquant que l'administrateur de l'IBOR concerné a cessé ou cessera de le fournir de manière permanente ou indéterminée, à condition qu'il n'y ait pas de successeur qui continuera à le fournir ; et
- iii. un régulateur déterminant qu'un taux LIBOR a cessé d'être représentatif, qui constituera un déclencheur contractuel pour une clause de *fallback* (**élément déclencheur avant la cessation**).

Pour les points i. et ii., la date d'entrée en vigueur de ces événements peut être postérieure à leur survenance. Par exemple, si l'administrateur d'un IBOR annonce à l'avance qu'il cessera de publier l'IBOR en question à une certaine date dans le futur, l'événement se sera produit par cette déclaration. En revanche, les clauses de *fallback* seront applicables uniquement dès le moment où la publication de l'IBOR cessera.

3.2 Détermination des taux sans risque alternatifs

Les définitions de l'ISDA de 2006 et le protocole de *fallback* de l'ISDA incluront des dispositions faisant correspondre les IBORs pertinents à un taux sans risque alternatif.

3.3 Ajustement des échéances

S'agissant de l'ajustement des échéances, l'ISDA a consulté les acteurs du marché des dérivés au sujet de l'approche à adopter pour traiter les différences d'échéance entre les IBORs et les taux sans risque alternatifs au jour le jour. Les résultats de ces consultations ont indiqué que le marché des dérivés était favorable à un taux "**composé à terme échu**" à déterminer pour chaque échéance IBOR et à une **période de calcul rétroactive** de deux jours bancaires ouvrables (méthode "**lookback/backward-shift**"), permettant la détermination d'un taux sans risque alternatif au jour le jour ajusté. Il est prévu que les définitions de l'ISDA 2006 et son protocole de *fallback* incluent ces ajustements d'échéances pour les RFRs. Par conséquent, à partir de la première période d'intérêt suivant l'entrée en vigueur de l'événement déclencheur en question, le calcul serait effectué sur la base d'une période de calcul déterminée rétroactivement.

3.4 Ajustement des écarts

Pour tenir compte des différences de risque de crédit et de liquidité et d'autres facteurs, tels que les fluctuations de l'offre et de la demande entre les IBORs et les taux sans risque alternatifs concernés, un écart est ajouté à la valeur correspondante (**ajustement de l'écart**).

L'ISDA a également demandé l'avis des acteurs du marché des dérivés sur la méthodologie à appliquer pour cet ajustement des écarts. Il en est ressorti une préférence pour le calcul d'une **médiane historique** sur une **période rétrospective de cinq ans**, par opposition à un calcul sur la base d'une moyenne, qui serait calculée sur une période rétrospective plus longue.

3.5 Publication des taux sans risque alternatifs ajustés

Il est prévu que **Bloomberg** publie les taux sans risque alternatifs ajustés en fonction des échéances et des écarts. Pour chacune des échéances, Bloomberg publiera trois valeurs : le taux sans risque alternatif ajusté à l'échéance, l'écart correspondant et un taux "global" correspondant à la somme du taux sans risque alternatif ajusté à l'échéance et l'écart.

4 Méthodes d'incorporation des clauses de fallback dans les opérations sur dérivés

4.1 Transactions pré-existantes

Le Protocole de fallback de l'ISDA

En ce qui concerne l'inclusion de clauses de fallback dans des transactions préexistantes, les parties peuvent adhérer au **protocole de fallback de l'ISDA** quand il sera publié.

L'ISDA prévoit un champ d'application large ne se limitant pas aux transactions conclues en vertu des accords-cadres de l'ISDA ou par référence aux définitions de l'ISDA de 2006, mais englobant également certaines transactions conclues en vertu de documents autres que ceux de l'ISDA, à condition qu'elles incluent des cash-flows déterminés par référence à un IBOR. Le protocole couvrira (i) les contrats-cadres suisses pour dérivés OTC publiés par l'Association suisse des banquiers (y compris (a) la version 2003, (b) la version 2013 à appliquer en relation avec certaines définitions de l'ISDA et (c) la version 2013 non ISDA à ne pas appliquer en relation avec les définitions de l'ISDA), (ii)

les contrats-cadres suisses pour opérations de repo publiés par l'Association suisse des banquiers (version bilatérale 1999, version multilatérale 1999) et (iii) les contrats-cadres suisses pour les opérations de prêt et d'emprunt de titres ("*securities lending and borrowing*", SLB) préparés par l'Association suisse des banquiers (version 2011) (ensemble les **contrats-cadres suisses**).

En outre, le protocole de *fallback* de l'ISDA modifie les documents de garantie en y incorporant les clauses de *fallback* pertinentes aux fins du calcul du paiement d'intérêts.

Avenants bilatéraux

Au lieu d'adhérer au protocole de *fallback* de l'ISDA, les parties à des transactions sur dérivés peuvent conclure un **avenant bilatéral** afin d'inclure les clauses de fallback pertinentes dans des contrats concernant des transactions préexistantes.

L'Association suisse des banquiers a l'intention de publier un **appendice IBOR suisse** pouvant être conclu en tant qu'avenant bilatéral. L'appendice IBOR suisse intégrera dans les accords-cadres suisses les mêmes clauses de *fallback* que celles spécifiées dans le protocole de *fallback* de l'ISDA.

Les parties devront inclure des clauses de fallback dans leurs contrats avant la fin 2021.

4.2 Nouvelles transactions

Les clauses de *fallback* seront intégrées dans un **complément aux définitions de l'ISDA** de 2006. Par conséquent, à compter de la date de publication de ce complément, toute opération sur dérivés se référant aux définitions de l'ISDA 2006 inclura automatiquement les clauses de fallback contenues dans ledit complément.

Lorsque des parties adhèrent à l'appendice IBOR suisse, les clauses de *fallback* incorporées dans le protocole de *fallback* de l'ISDA s'appliqueront également à toute transaction postérieure à la signature de l'appendice IBOR suisse.

5 Approche pour les Tough Legacy Transactions

Lorsque les parties à des transactions sur dérivés faisant référence aux taux LIBOR ne parviennent pas à s'accorder sur l'inclusion de clauses de *fallback* (**Tough Legacy Transactions**) par l'une des méthodes spécifiées au point (4) ci-dessus, la question se pose de savoir si les autorités réglementaires interviendront et prévoient la continuation de la publication du LIBOR et, le cas échéant, à quelles conditions.

En Angleterre, il est possible que la **FCA** est donné la compétence, dans l'hypothèse où elle aurait décidé que le LIBOR

d'une certaine devise n'est plus représentatif, d'intervenir et de rendre obligatoire la continuation de la publication des valeurs du LIBOR (**LIBOR synthétique**) pendant une période limitée, si cela est nécessaire pour une transition ordonnée. Toutefois, la FCA ne peut faire usage de ce pouvoir que si une grande partie du marché a inclus des clauses de *fallback* dans la réglementation. À ce stade, il n'est pas certain que les valeurs d'un LIBOR synthétique soient déterminées, ni comment et pour combien de temps.

6 Conclusion

Afin d'obtenir un **résultat prévisible**, les parties devront adhérer au protocole de *fallback* de l'ISDA lorsqu'il est ouvert à l'adhésion ou convenir dans des avenants bilatéraux d'inclure des clauses de *fallback* dans leurs contrats avant la cessation du LIBOR ou qu'un régulateur détermine que le LIBOR a cessé d'être représentatif.



Caroline Clemetson
Associée Genève et Zurich
caroline.clemetson@swlegal.ch



Tarek Houdrouge
Associé Genève
tarek.houdrouge@swlegal.ch



Dr. Olivier Favre
Associé Zurich
olivier.favre@swlegal.ch



Dr. Philippe Borens
Associé Zurich
philippe.borens@swlegal.ch

Le contenu de cette Newsletter ne peut pas être assimilé à un avis ou conseil juridique ou fiscal. Si vous souhaitez obtenir un avis sur votre situation particulière, votre personne de contact habituelle auprès de Schellenberg Wittmer SA ou l'une des personnes mentionnées ci-dessus répondra volontiers à vos questions.

Schellenberg Wittmer SA est votre cabinet d'avocats d'affaires de référence en Suisse avec plus de 150 juristes à Zurich et Genève ainsi qu'un bureau à Singapour. Nous répondons à tous vos besoins juridiques – transactions, conseil, contentieux.



Schellenberg Wittmer SA
Avocats

Zurich
Löwenstrasse 19
Case postale 2201
8021 Zurich / Suisse
T +41 44 215 5252
www.swlegal.ch

Genève
15bis, rue des Alpes
Case postale 2088
1211 Genève 1 / Suisse
T +41 22 707 8000
www.swlegal.ch

Singapour
Schellenberg Wittmer Pte Ltd
6 Battery Road, #37-02
Singapour 049909
T +65 6580 2240
www.swlegal.sg