

Meilleures pratiques en matière de conventions de crédit – suppression du TIOL

16 SEPTEMBRE 2020 7 MIN DE LECTURE

Expertises Connexes

- [Litiges en matière d'investissement privé et de fonds d'investissement](#)
- [Produits dérivés](#)
- [Services financiers](#)

Auteurs(trice): [Joyce M. Bernasek](#), [Lisa Mantello](#), [Andrew G. Herr](#)

Le TIOL, ou London Interbank Offered Rate, est le taux de référence sous-jacent de billions de dollars de produits financiers, notamment de prêts, d'obligations et de produits dérivés. Il reste moins de 500 jours avant la fin prévue du TIOL, le 31 décembre 2021, et rien ne laisse présager que la pandémie de COVID-19 retardera cet événement.

Le Secured Overnight Financing Rate (SOFR^[1]) devrait succéder au TIOL en dollars américains pour de nombreux produits financiers – bien que pour les prêts, on ne sache pas encore avec précision quel taux SOFR précis sera adopté. Les principaux taux envisagés pour son remplacement semblent être le SOFR à terme prospectif, qui aurait une structure semblable au TIOL (mais nécessiterait le développement d'un marché de contrats à terme appuyés sur le SOFR), et le SOFR simple à un jour à terme échu. D'autres options comprennent le SOFR composé prospectif et le SOFR composé à terme échu – ce dernier étant le taux de remplacement privilégié par l'ISDA pour les produits dérivés. Le passage du TIOL en dollars américains au SOFR exigera également un ajustement des écarts afin de compenser les différences fondamentales entre la nature du TIOL (un taux non garanti à teneur, assorti d'un risque de crédit interbancaire) et celle du SOFR (un taux à un jour pour les opérations de rachat garanties par des obligations du Trésor américain, en théorie hors risque)^[2].

Les récentes opérations de prêt ont continué de faire référence au TIOL et à des mécanismes qui envisagent des modifications ultérieures pour tenir compte du successeur éventuel au TIOL et refléter l'ajustement des écarts. Ces mécanismes ont principalement pris la forme de l'approche de modification préconisée par l'Alternative Reference Rates Committee (ARRC) ou ont été formulés dans un libellé similaire. Selon cette approche, un libellé est inclus pour aborder les modifications nécessaires pour refléter un taux de substitution et un écart convenu à l'avance entre l'agent administratif et l'emprunteur, modifications qui sont jugées acceptables pour tous les prêteurs, sauf si la majorité des prêteurs s'y oppose dans un délai déterminé^[3]. En l'absence de dispositions traitant précisément de la substitution du TIOL, toute modification à une convention de crédit visant à remplacer le TIOL nécessite normalement le consentement unanime des prêteurs. Si ce n'est pas le cas, les dispositions historiques en vertu desquelles le TIOL en dollar américain est ramené au taux préférentiel du dollar américain s'appliqueront de manière générale. Ces deux options pourraient être désavantageuses pour l'emprunteur.

On estime qu'il y a au moins 10 000 prêts syndiqués en cours en dollars américains qui font référence au TIOL. Il sera ardu de modifier un si grand nombre de prêts pour tenir compte du successeur du TIOL en dollars américains sur le marché des prêts une fois qu'il sera connu – en plus de modifier les nouveaux prêts qui seront accordés entre-temps et continueront de faire référence au TIOL – le tout dans un court laps de temps. Depuis un certain temps, l'ARRC propose une solution de rechange à son « approche de modification »,

appelée l'« approche programmée ». Selon l'« approche programmée », la convention de crédit contient dès le départ un libellé qui prévoit le remplacement automatique du TIOL en cas d'événements déclencheurs donnés (p. ex. suppression du TIOL, annonce par l'autorité de réglementation que le TIOL n'est plus représentatif ou exercice d'un droit de choix anticipé) sans qu'il soit nécessaire d'apporter des modifications à la convention de crédit (autres que les modifications ministérielles ou de « conformité » exigées par l'agent administratif, mais ne nécessitant pas le consentement du prêteur). Néanmoins, l'approche « programmée » n'a pas encore été largement utilisée dans les conventions de crédit : une étude de Covenant Review portant sur 288 prêts institutionnels émis ou modifiés entre le 1^{er} janvier 2020 et le 30 juin 2020 a révélé qu'aucun d'entre eux ne comportait de dispositions « programmées » relatives à la substitution du TIOL.

Récemment, l'ARRC a présenté trois nouvelles recommandations clés en matière de meilleures pratiques^[4] :

- tous les nouveaux prêts *syndiqués* aux entreprises doivent inclure le libellé de substitution « programmée » du TIOL en dollars américains recommandé par l'ARRC (ou un libellé similaire)^[5] dès que possible, mais *dans tous les cas au plus tard le 30 septembre 2020*;
- tous les nouveaux prêts *bilatéraux* aux entreprises doivent inclure le libellé de substitution « programmée » du TIOL en dollars américains recommandé par l'ARRC (ou un libellé similaire)^[6] dès que possible, mais *dans tous les cas au plus tard le 31 octobre 2020*;
- aucun prêt commercial utilisant le TIOL en dollars américains et arrivant à échéance après 2021 ne doit être accordé *après le 30 juin 2021*.

Il convient de rappeler que l'intégration d'un libellé de substitution « programmée » dans les conventions de crédit ne signifie pas que les prêts touchés feront référence à la SOFR dès le départ. Ces prêts continueraient plutôt à faire référence au TIOL, mais seraient « programmés » pour passer au taux de substitution éventuel du TIOL sur le marché des prêts (qui devrait être le taux SOFR applicable) en cas d'événements déclencheurs donnés, sans être assujettis à des droits de consentement négatif de la majorité des prêteurs ou à d'autres droits de consentement des prêteurs.

Il reste à voir si les marchés des prêts adopteront ces meilleures pratiques dans les délais prévus. Quoi qu'il en soit, le compte à rebours menant à la disparition apparemment inexorable du TIOL se poursuit.

[1] Des renseignements supplémentaires sur le SOFR, présentés dans le « SOFR Starter Kit » de l'Alternative Reference Rates Committee, sont accessibles à l'adresse suivante : https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2020/ARRC_Press_Release_SOFR_Starter_Kit.pdf. En outre, la Loan Syndications and Trading Association (LSTA) a préparé des modèles de conventions de crédit fondées sur le SOFR aux fins d'examen par ses membres, qui reflètent notamment le SOFR composé à terme échu, le SOFR simple quotidien et le SOFR quotidien composé (solde composé). Il est attendu qu'une autre solution, le SOFR quotidien composé (taux composé), sera abordée dans une publication distincte de la LSTA.

[2] L'ISDA a déterminé que l'ajustement des écarts pour les produits dérivés sera établi selon la médiane sur cinq ans des écarts historiques entre le TIOL en dollars américains de la teneur pertinente et le taux SOFR composé pour chaque période correspondante. L'ARRC a

recommandé une méthodologie d'ajustement des écarts pour les prêts aux entreprises, conforme à celle de l'ISDA :

https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2020/ARRC_Spread_Adjustment_Methodology.pdf

[3] Les conventions de crédit qui comprennent une option de taux CDOR (Canadian Dollar Offered Rate) comportent souvent des mécanismes comparables d'« approche de modification », bien que, contrairement au TIOL, on ne s'attende pas actuellement à ce que le CDOR (qui est plutôt basé sur les opérations réalisées sur le marché canadien des acceptations bancaires) soit supprimé.

[4] <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2020/ARRC-Best-Practices.pdf>.

[5] L'ARRC a récemment mis à jour son libellé de substitution « programmée » pour les prêts syndiqués le 30 juin 2020 :

<https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2020/Updated-Final-Recommended-Language-June-30-2020.pdf>

[6] Le 27 août 2020, l'ARRC a publié un nouveau libellé de substitution « programmée » pour les prêts bilatéraux :

<https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2020/Updated-Final-Recommended-Bilateral-Business-Loans-Fallback-Language-August-27-2020.pdf>