



# Remplacement des taux EURIBOR / LIBOR



# Remplacement des taux EURIBOR / IBOR

## Quels enjeux pour les emprunteurs/prêteurs et les produits dérivés de taux d'intérêts ?

### Résumé

*Par Solal Huard, Analyste chez Keri Finance, Sébastien Rouzair, CEO de Keri Finance, Louis Thuillez, Head of Private Debt Execution chez Aether Financial Services et Anna Skvarchynska, Agency Associate chez Aether Financial Services.*

Les institutions financières et les professionnels de la finance vont, dans les prochains mois, être confrontés à la réforme cruciale des principaux indices interbancaires visant à éviter de nouvelles manipulations frauduleuses.

Les taux « IBOR » sont à ce jour la référence des taux interbancaires. Ces taux déclaratifs sont calculés sur la moyenne des réponses des banques de premier rang (Citigroup, JP Morgan, BNP, UBS etc.) à la question : « À quel taux pensez-vous pouvoir refinancer vos activités auprès d'autres banques ? ».

L'abolition de la publication du LIBOR était prévue pour 2020, mais, face au manque de préparation du système financier international, la réforme a été repoussée à fin 2021.

En Europe, L'EURIBOR a commencé sa mutation technique il y a plusieurs années et constitue désormais un indice hybride bénéficiant d'un cadre réglementaire fort qui pourra perdurer après 2021. Aucun changement majeur n'est à prévoir du côté des financements, ni du côté des dérivés associés. Les différents acteurs devront simplement mettre à jour leur documentation en signant des additifs techniques liés à la nouvelle clause obligatoire de substitution.

En revanche, les autres taux IBOR actuels doivent être remplacés fin 2021 par des nouveaux Risk Free Rates (RFR) plus sécurisés: le SOFR aux Etats-Unis, le SARON en Suisse par exemple.

D'un point de vue pratique, pour chaque nouveau RFR, une seule courbe à terme sera disponible quelle que soit la périodicité des intérêts. Ce changement majeur modifiera la valorisation des dérivés. A cela s'ajoutera la nécessité d'harmoniser les anciens et nouveaux indices grâce à une variable d'ajustement, dite « spread », afin d'éviter des transferts économiques inévitables entre les parties.

De plus, les contreparties pourraient rencontrer des problèmes opérationnels importants puisqu'il ne sera possible de connaître le montant des intérêts à payer que 5 jours ouvrés avant la fin de période, au lieu de le connaître en début de période comme actuellement.

Malgré ces contraintes techniques qui nécessiteront une adaptation des procédures et systèmes, l'expérience du passage à l'Euro et l'Euribor il y a 20 ans permet d'être optimiste sur la transition. Toutefois les conditions de continuité des contrats n'étant pas encore définies par les autorités, les banques prévoient dans les contrats de financements et de produits dérivés des clauses plus ou moins favorables à leurs clients pour permettre un ajustement (voire une résiliation) des contrats le moment venu. Il faut donc être, dès à présent, très attentif à ces clauses et se préparer à la transition sur les aspects techniques et éventuels ajustements.

Les taux « IBOR » sont à ce jour la référence des taux interbancaires. Ces taux déclaratifs sont calculés sur la moyenne des réponses des banques de premier rang (Citigroup, JP Morgan, BNP, UBS etc.) à la question : « à quel taux pensez-vous pouvoir refinancer vos activités auprès d'autres banques ? ».

## **L'objectif de la réforme est de renforcer l'intégrité et la transparence du marché d'ici fin 2021**

Entre 2006 et 2009 et notamment lors de la crise des subprimes de nombreuses banques ont artificiellement maintenu ce taux en deçà de ce que les conditions de marché auraient exigé. Il a été démontré par la suite que cette manipulation avait été coordonnée et de multiples fraudes impliquant de grandes banques ont depuis été décelées et condamnées.

L'abolition de la publication du LIBOR était prévue pour 2020, mais la réforme a été repoussée face au manque de préparation du système financier international. La disparition du Libor doit intervenir à la fin de l'année 2021.

## **Quelles caractéristiques pour les futurs indices de référence ?**

Ils doivent être basés sur des transactions réelles, effectuées sur des marchés actifs et liquides.

Ils doivent pouvoir se décliner sur une large palette de périodicité et maturité et permettre de valoriser des instruments au comptant et des dérivés de taux d'intérêt.

Ils doivent servir de référence aux prêts et financements à terme afin de permettre aux institutions financières de gérer leur risque actif/passif.

Etats des lieux des nouveaux Risk Free Rate (« RFR ») : La plupart des zones monétaires ont dévoilé le remplaçant de leur taux IBOR : le SOFR aux Etats-Unis, le SONIA au Royaume-Uni, l'Ester dans la zone euro, le SARON en Suisse et le TONA au Japon. Ces indices sont basés sur des marchés de financement au jour le jour. Ces taux et leur marché respectif n'en sont encore qu'à leur début et la mise en place de la réforme est encore loin d'être finalisée.

## **IBOR et RFR : quelles différences pour le moment ?**

**Taux IBOR** : ils bénéficient d'une liquidité totale sur des périodes allant d'un jour à un an et pour chaque point de leur courbe projetée (allant de 30 à 100 ans pour les plus complexes). La large palette d'échéance de taux permet d'obtenir des contrats personnalisés aux besoins de chaque situation. Les courbes « forward » (projetées) des taux IBOR permettent actuellement de valoriser les contrats de couverture sans difficulté.

**Nouveaux RFR** : Pour chaque nouveau RFR, une seule courbe à terme est désormais disponible quel que soit la périodicité des intérêts. C'est un changement majeur par rapport au système précédent dans lequel un taux IBOR avait autant de courbes projetées que de périodicités disponibles.

Par ailleurs, le LIBOR inclut une prime de risque (« spread ») liée aux risques de crédit et solvabilité sur la durée de contrat sous-jacent. Il est possible et même fréquent, pour assurer la continuité des contrats, qu'un spread soit ajouté aux futurs indices de référence.

## **Une voie hybride avec deux indices en parallèle ?**

Certains régulateurs ont décidé de compléter les RFR par des taux locaux améliorés de type IBOR. Au Japon, le TIBOR amendé va perdurer avec le TONA, et dans la zone euro, les pistes pour réformer l'Euribor se multiplient dans l'optique de compléter l'Ester.

## **Une date butoir pour la transition vers les nouveaux taux ?**

Une date se précise pour le déclenchement de « l'index cessation event ».

Le 5 mars 2021, ICE Benchmark Administration a déclaré qu'elle cesserait la publication des LIBOR USD au jour le jour, 1, 3, 6 et 12 mois immédiatement après le vendredi 30 juin 2023. Toutes les autres périodicités du LIBOR, ne seront plus publiées après le 31/12/2021. Pour chaque périodicité, il s'agit de la date ultime pour organiser la transition. Néanmoins cela pourrait arriver plus vite si les banques panélistes cessaient de publier leurs données. L'IBA consolide et publie les données mais elle ne contribue pas. Si les banques panélistes cessent de publier ces indices, la transition devra se faire avant.

La FCA a confirmé que les 35 types de LIBOR cesseront d'être fournis par l'administrateur ou ne seront plus représentatifs aux dates fixées par IBA.

Par ailleurs cet été, la FCA a décidé d'intervenir pour exiger que les contributeurs poursuivent la publication des libor GBP et JPY sur la base d'une méthodologie modifiée (également connue sous le nom de « synthétique ») pour les tenors à 1 mois, 3 mois 6 mois et 12 mois, jusqu'à fin 2022. Le but étant de mettre un filet de sécurité sous cette transition et d'éviter de devoir rompre des contrats faute de pouvoir les amender.

Ces taux synthétiques LIBOR GBP / LIBOR JPY ne sont pas destinés à être utilisés dans de nouveaux contrats, et ils ne pourront être utilisés à cette fin.

Il convient donc de se rapprocher de sa banque pour anticiper au mieux la transition afin de ne pas subir les modifications et garder un pouvoir de négociation car les délais pour obtenir les amendements pourraient être très longs à l'approche de la fin de l'année.

## **Quels enjeux pour les emprunteurs/prêteurs et les produits dérivés de taux d'intérêts ?**

Risque juridique et contractuel : Comment les RFR vont s'intégrer aux contrats de financement et /ou au de dérivés sans les remettre en cause ?

Risques de valorisation : Comment éviter les sauts de valorisation et les transferts économiques entre les parties au moment du changement de l'indice utilisé pour les valorisations et calculs de flux futurs.

## Que trouve-t-on dans les contrats aujourd'hui ?

Tous les contrats signés après 2021 contiennent le nouveau wording réglementaire sur les clauses de remplacement et de substitution. Aujourd'hui, la réglementation stipule que quel que soit l'indice de référence, même pour l'euribor, la documentation de crédit doit prévoir tous les cas possibles de remplacement et des solutions préétablies. A défaut de pouvoir prévenir tous les cas, la clause doit à minima prévoir qu'en cas de remplacement, c'est la pratique de marché en vigueur qui s'imposera.

Dans les contrats entre 2017 et 2021 on a vu apparaître toute sorte de clauses, précisant plus ou moins bien les conditions d'une fin de publication d'indice et les alternatives possibles. C'est dans les contrats en Suisse qu'on a vu les clauses les plus restrictives apparaître avec souvent la possibilité pour la banque de résilier unilatéralement le contrat en cas d'échec pour organiser la transition. Pour tous les contrats dont la rédaction n'est plus en ligne avec le cadre réglementaire actuelle, les banques vont envoyer des additifs techniques ou des « side letter ». Ils vont servir à compléter les clauses liées à la non-publication possible de l'indice de référence afin d'assurer la continuité des contrats quel que soit l'avenir du taux de référence. Ces clauses sont à surveiller pour assurer que les contrats en cours ou à venir ne dérogent pas à la pratique de marché.

## Qu'en est-il de ces clauses de « fallback » ?

Dans un contrat de crédits ou d'obligations, il existe des clauses prévues dans le cadre du remplacement du taux écran pour définir les points suivants :

Quels sont les événements qui vont engendrer le remplacement de ce taux (lorsque le taux écran en question n'est plus disponible) ?

Comment choisir le taux « benchmark » ou quels sont les critères pour choisir le taux de remplacement (généralement cela est émis par un organisme spécifique) ?

Lorsque le taux écran n'est plus disponible, l'agent doit choisir le taux de remplacement si publié par l'organisme. Cela peut bien évidemment varier d'un contrat à l'autre.

Si aucun taux de remplacement n'est publié, l'émetteur doit prévoir une demande de waiver que l'agent devrait transmettre aux investisseurs.

L'accord de la majorité des prêteurs est nécessaire pour faire passer le nouveau taux en question.

## Des modalités de calcul nouvelles

- Le spread

Les nouveaux RFR sont par construction différents des taux « IBOR », en effet les RFR sont des taux déterminés au jour le jour. Ils n'offrent pas naturellement de périodicités comme les taux IBOR pouvaient le faire (1M/3M/6M etc.). Si un indice vient à disparaître, il faut donc également tenir compte de la différence historique entre les deux indices, l'ancien et le nouveau, et calculer l'écart entre les deux sur les 5 dernières années selon les recommandations des différents groupes de travaux sur les RFR.

- Le taux de référence

Pour la plupart des zones (USA, Royaume-Uni, Suisse, etc) il n'existera plus de taux de référence pour une périodicité supérieure à 1 jour. Le seul taux de référence qui va subsister est un taux au jour le jour dit « overnight », un SONIA 3 mois s'obtiendra avec les intérêts composés du SONIA sur la période des 3 mois précédant la date de paiement.

- Convention de marché pour le calcul

Une pratique de marché se dessine clairement. La LMA (Loan Market Association) participe activement en proposant une mise à jour fréquente de nouveaux « wordings ». Le changement d'un système « pré-fixé » « post-payé » à un système où l'on ne connaîtra pas le montant d'intérêt à payer avant le dernier fixing pose des problèmes opérationnels certains pour les contreparties. De ce fait, le marché recommande un « lookback » de 5 jours pour la constatation des fixings du taux de référence afin de donner 5 jours ouvrés aux contreparties pour constater la charge d'intérêt à payer ou recevoir pour la période en cours. Concrètement, ce lookback de 5 jours revient à commencer à regarder les fixings pour une période 5 jours ouvrés avant le début de la période et donc le dernier fixing pour calculer le taux pour la période sera connu 5 jours avant la date de paiement. Des organismes dédiés, les mêmes qu'aujourd'hui, communiqueront ces fixings quotidiennement.

## Quel risque pour les transferts économiques entre les parties ?

Sur la partie des contrats de financement, le risque est très faible du fait de la pratique de marché. Incorporer, lors du passage du taux IBOR au nouveau RFR, un « spread », c'est-à-dire une marge, pour refléter la différence historique entre les deux indices est une approche robuste qui permet une équité dans la transition.

En revanche pour les couvertures la situation est plus délicate. En effet, la valorisation des contrats dérivés se basent sur des courbes de taux projetés à un instant donné. Dans l'ancien régime, il y avait autant de courbes projetées que d'indices de référence. Le Libor CHF 3 mois avait sa propre courbe projetée et le libor CHF 6 mois également. Désormais, il n'y a plus qu'une seule courbe projetée ; dans l'exemple de la suisse, c'est le Saron. Cette différence produit des asymétries du fait de la différence dans le profil de la nouvelle courbe (basée sur un taux overnight) par rapport à l'ancienne courbe référence (dont la maturité était en lien avec la périodicité des intérêts).

- Simulation à fin décembre 2020 :

Pour passer de l'EONIA à l'Ester, un spread de 8.5 points de base doit être ajouté à l'Ester pour que ces deux taux restent comparables. En comparant les fixings de l'Euribor 3M avec ceux de l'EONIA, l'Euribor 3M est en moyenne 4.10 points de base au-dessus de l'Ester. Au regard de l'historique uniquement de ces deux taux, un spread de 12.6 points de base devrait être ajouté à l'Ester pour pouvoir maintenir une continuité avec l'Euribor 3 mois. Mais ce qui est vrai sur l'historique ne l'est pas sur les courbes projetées. Or ce sont sur ces courbes que les différents produits se valorisent et ces courbes n'ont pas le même profil à échéance. Ces courbes changent constamment et donc le spread à ajouter pour arriver à un équilibre entre les parties va donc dépendre du moment où la transition sera faite et la maturité de l'opération concernée. Le 14/12/2020, un swap Euribor 3M contre Ester avec une maturité à 5 ans s'équilibrait avec un spread de 8.912 points de base sur l'Ester. Le lendemain le spread était de 8.941 points de base sur l'Ester pour arriver à une valorisation nulle.

Pour arriver à un équilibre entre les parties, il faudrait donc prendre chaque contrat indépendamment et calculer un spread spécifique à chaque opération afin d'assurer une équité entre les deux parties. Cela pose bien évidemment des contraintes de faisabilité pour la banque au vu de la quantité de produits indexés sur l'Euribor dans leurs livres.

Si nous devons garder le spread de 12.6 points de base et valoriser un swap d'une maturité de 5 ans de 10 000 000€ à taux fixe de -0.20% contre Euribor 3M et le même swap contre Ester + 12.6 points de base cela entraînerait les valorisations suivantes :

Version Euribor 3M : - 166 000 (pour le payeur de la jambe fixe)

Version Ester + 12.6 : - 147 000 (pour le payeur de la jambe fixe)

On constate que le payeur de la jambe fixe retire un effet positif de 19 000€ sur la transition entre l'Euribor et l'Ester+ 12.6 points de base.

***A noter que des asymétries peuvent également apparaître du fait d'une liquidité plus faible et un « bid – ask spread » plus important lors de la restructuration des portefeuilles de dérivés, pouvant entraîner un surcoût au moment de traiter.***

***Les modalités pour assurer qu'aucune des parties ne soit perdante lors de la transition sont à définir au cas par cas et une négociation avec la banque doit être envisagée en cas de transition défavorable. Une soultte de transition pourrait être mise en place.***

## **Quel risque d'asymétrie des traitements entre les financements et les dérivés ?**

Il y a un risque que la solution retenue pour assurer une bonne transition coté financements ne soit pas la même retenue pour les dérivés. Dès lors, toutes les entreprises qui ont couvert leur taux variable sur leur financement avec des couvertures qui reflètent parfaitement leur indice de taux variable doivent rester vigilantes si une dissymétrie intervient dans le traitement.

Pour anticiper au mieux ces problématiques, il convient de prendre chaque contrat de financement et les couvertures qui lui sont affectées et comparer les clauses de substitutions en amont. Il faudra aussi surveiller au moment de la transition l'apparition d'une quelconque asymétrie. Le but étant de comprendre et d'anticiper les risques qui pourraient se matérialiser.

## **Faut-il attendre la deadline pour organiser la transaction ou bien anticiper ce changement dès maintenant ? Quel est le risque d'attendre la hard-deadline ?**

Les risques liés à la transition se sont considérablement réduits. Les volume traités sur les marchés de crédit et les marchés à terme (de future et de produit OTC) ont explosé ces derniers mois permettant aux banques et aux emprunteurs de prêter facilement et de se couvrir sur ces indices. Les market data providers ont eu le temps de se préparer et aujourd'hui toutes les données nécessaires à cette transition sont facilement accessibles pour les acteurs du marché.

Seuls subsistent les risques à ne rien faire avec : le risque de ne pas traiter la question et de subir cette transition, de laisser filer des clauses contraignantes voire défavorables laissant l'acteur dans une position difficile.

Enfin à titre d'exemple, la Suisse avec le SARON est un cas d'école d'une transition réussie. Le régulateur a rapidement mis la pression sur les banques pour les contraindre à amorcer très tôt dans l'année les discussions pour ne pas avoir de risque opérationnel en fin d'année et que toute la transition soit réalisée à temps. Et cela a fonctionné, c'est aujourd'hui le marché le plus avancée dans la transition et aucun problème n'est survenu !

## **Les leçons du passage à l'EURO : pas de panique à anticiper à ce stade !**

Lors du passage du franc à l'euro, le même type de problématique avait été géré sur les contrats commerciaux, de financement et de couvertures indexés sur le Pibor et/ou le franc Français. Un taux de change fixe avait été imposé au préalable à 1€ = 6.55957 francs, l'Euribor avait succédé au Pibor, et l'ECU avait convergé vers les parités officielles de l'EURO. La continuité des contrats s'était appliquée sans exception. Il n'y avait pas eu besoin (ni aucune opportunité !) de résilier les contrats du fait du changement de devise ou indice.

### **L'Euribor, un cas particulier ?**

L'EURIBOR a commencé sa mutation il y a plusieurs années, il bénéficie d'un cadre réglementaire fort et est calculé par le biais d'une méthodologie hybride.

Son évolution continue et 2022 devrait être un tournant majeur pour l'indice, cependant il reste utilisable pleinement dans le cadre de la transition. En effet, il reste « BMR-compliant » ce qui veut dire qu'il peut continuer d'être mentionné dans les contrats et instruments de couverture, même après le 1er janvier 2020.

### **Une adhésion au protocole ISDA ?**

The international Swaps and Derivatives Association (ISDA) a introduit une modification à ses définitions de son contrat cadre de 2006. Cet amendement modifie la partie sur les taux flottants et leur définition. Cet amendement précise l'élément déclencheur et définit un protocole pour la transition vers de nouveaux taux, pour fluidifier la transition pour toutes les parties liées au contrat. L'ISDA a publié sur son site la liste des adhérents à son protocole « IBOR Fallbacks ».

L'avantage de ce protocole réside dans son aspect « multilatéral ». Cela signifie que tous les signataires de ce protocole verront leurs contrats automatiquement amendés selon les provisions du protocole sans avoir à négocier avec chaque partie isolément.

Tout le détail du protocole est à l'adresse suivante :

<https://www.isda.org/protocol/isda-2020-ibor-fallbacks-protocol/>

Il faudra toutefois s'assurer que coté financement les banques suivent des méthodologies identiques pour éviter toute dégradation de la relation de couverture entre le sous-jacent et le dérivé associé.

contrats à amender, et les émetteurs hors de leur cadre d'expertise. Dans ce sens, l'agent intervient afin de faciliter et coordonner les échanges entre les deux partis.

D'autant plus que l'agent aura acquis une certaine expertise grâce à la gestion de différents deals, le rendant plus apte à répondre aux besoins des partis. Le tout en garantissant une impartialité à toutes épreuves via la sollicitation d'un agent indépendant.



Pour en savoir plus...



## **Quel est le rôle de l'agent et ses périmètres d'intervention ?**

Tout au long de cette transition, le rôle d'agent est sollicité lors de plusieurs étapes :

- Identification des clauses relatives aux taux d'intérêts, clauses de « fallback » et d'amendements ;
- Suivi du process selon la nature du deal/le contrat : AG, consultation écrite, demande de waiver, notification écrite (taux de remplacement déjà préétabli), etc...

Dans le cas où le taux de remplacement n'est pas préétabli dans le contrat, quelques étapes sont à respecter :

- Récupération des votes (en cas d'AG, l'agent peut intervenir en tant qu'agent centralisateur pour collecter les votes et vérifier les preuves de détention des obligations) ;
- Confirmation et signature de la demande du waiver au nom de la majorité des prêteurs ;
- TBC : amendements de la documentation pour veiller à ce que les intérêts à taux flottant puissent toujours être calculés post-LIBOR lorsque cela n'est pas déjà expressément prévu dans la documentation ;
- Application de la transition et mise à jour des modèles de calcul.

## **Quels sont les avantages d'avoir un agent dans le cadre de la transition EURIBOR / LIBOR ?**

Vu la complexité de cette transition, les prêteurs se retrouvent face à un nombre important de contrats à amender, et les émetteurs hors de leur cadre d'expertise. Dans ce sens, l'agent intervient afin de faciliter et coordonner les échanges entre les deux partis.

D'autant plus que l'agent aura acquis une certaine expertise grâce à la gestion de différents deals, le rendant plus apte à répondre aux besoins des partis. Le tout en garantissant une impartialité à toutes épreuves via la sollicitation d'un agent indépendant.

## **Quel est le rôle du conseil en gestion de risques de taux d'intérêts (financements et couvertures) et ses périmètres d'intervention dans le cadre de la transition EURIBOR / LIBOR ?**

Le rôle du conseil va être essentiel pour arriver à une transition aboutie sans laisser de faille dans le processus, notamment pour :

- Faire le pont entre les amendements nécessaires sur le contrat de financement et ceux à mettre en place sur les contrats de couverture pour conserver l'efficacité de celles-ci ;
- Optimiser le choix de l'indice de remplacement lorsque celui-ci n'est pas spécifiquement mentionné dans les clauses dites de « fallback » ;
- Aider à la négociation du « spread » d'ajustement lorsque les courbes projetées de l'indice précédent sont différentes des courbes projetées du nouvel indice de référence ;
- S'assurer que la restructuration des couvertures se fait de façon optimale (respect des conventions de marché, valorisation indépendante de la couverture à déboucler si besoin et valorisation de la nouvelle couverture le cas échéant, contrôle des amendements dans les nouveaux contrats) ;
- Suivre les évolutions à venir sur les différents indices et notamment l'Euribor dont la transformation n'est pas encore complète ;
- Former les équipes sur la nature et les implications de ces réformes.

## Quels sont les avantages d'avoir un conseil indépendant dans le cadre de la transition EURIBOR / LIBOR ?

Les banques de couverture se retrouvent à devoir amender l'intégralité des contrats de couverture ayant pour sous-jacent un taux IBOR ; leurs clients subissent le rythme des banques sans toujours saisir les enjeux et risques de la transition sur leurs contrats. Le conseil pourra donc mieux diagnostiquer et surveiller les amendements à effectuer afin de ne pas laisser la contrepartie dans une situation délicate post-transition.

Le conseil traite ces sujets sur un large panel de taux référence, de banque et de contrepartie, lui permettant d'avoir une vue globale et la connaissance des spécificités de la réforme. Cette expertise peut permettre aux clients d'être accompagnés tout au long du processus pour éviter les pièges et complications possibles liés à cette transition, en toute impartialité.