

# Taux de référence, un sac de nœuds pour les banques

Benoit Menou – 14/02/2019 – L'AGEFI Hebdo

Le secteur doit dès à présent déminer le défi opérationnel et juridique de la substitution.

- Twitter
- LinkedIn
- Facebook
- E-mail
- Imprimer



Londres, cœur du Libor. (AdobeStock)

La planète finance se creuse les méninges depuis des années sur la refonte des taux d'intérêt de référence, auxquels sont liés des centaines de milliards d'euros d'une myriade de produits financiers, des dérivés aux prêts hypothécaires. Si le chantier de définition même de ces taux du renouveau est loin d'être achevé, les banques ne peuvent attendre pour agir. Au gré tout d'abord d'une analyse d'impact qui est, selon Jérôme Charpentier, associé chez Ailancy, « *comme tirer le fil d'une pelote de laine, il se déroule longuement, on pense ne pas en voir le bout* ».

Il s'agit de recenser tous les contrats concernés, « *des dizaines de milliers à l'échelle d'une grande banque internationale* », souligne le consultant. La vision précise du catalogue permettra d'atténuer la complexité de la campagne de renégociation de contrats bilatéraux. Concernant les prêts syndiqués, la LMA (Loan Market Association) a publié en mai 2018 une clause de bascule en cas d'indisponibilité permanente et non plus seulement temporaire essentiellement pour raisons techniques. La clause indique ce qu'il sera possible de faire sur la base d'un accord de l'emprunteur et d'une majorité des deux tiers des banques. « *La clause est très largement appliquée aux contrats signés depuis le printemps dernier* », se félicite la directrice générale de la LMA, Clare Dawson. « *Nous travaillons d'ores et déjà aux modifications de contrats au moment de la substitution effective*, ajoute-t-elle. Bien sûr, ce travail ne peut pas être achevé pour l'instant, et la méthode ne sera pas unique, chaque contrat sera modifié au cas par cas, ce sera un chantier lourd. »

## Tous sur le pont

La qualité de la relation commerciale est primordiale. D'autant que, comme le note le trésorier d'un groupe du CAC 40, également membre actif de la commission Risques de l'Association française des trésoriers d'entreprise (AFTE), « *il y a toujours plus que le taux à renégocier, les banques veulent toujours changer beaucoup de détails, c'est une vilaine habitude de leur part. Et le diable est dans ces détails, avec par exemple les frais de non-utilisation d'une ligne de crédit, exprimés en part de la marge*. » Avant tout, pour le trésorier, « *la renégociation devra respecter l'équilibre économique du contrat* ». « *Si nous avons discuté de l'hypothèse encore ignorée récemment d'indisponibilité définitive d'un taux*, poursuit-il, les banques ne sont pas encore très proactives sur l'ensemble du sujet de la bascule. Ce qui n'a rien d'inquiétant car une trop grande agitation serait plutôt anxiogène aujourd'hui tant que l'on ne sait pas exactement où l'on va. Inutile de se précipiter. »

Il est vrai qu'en coulisses, bien au-delà du strict aspect contractuel, les banques font face à un défi opérationnel aussi inédit qu'encore flou. La refonte des taux « *constitue un changement majeur qui équivaut à revoir la vision de nos flux de trésorerie futurs* », admet un fin connaisseur du dossier au sein d'une grande banque française. Nouveaux taux rime avec adaptation des calculs de risque associés. Un exercice délicat, si ce n'est aujourd'hui encore périlleux, étant donné l'absence d'historique par définition des nouveaux taux, quand encore ils sont définis. Chaque opération devra être « *modifiée dans les systèmes informatiques, semi-manuellement ou en masse grâce à des développements ad hoc. Dans tous les cas, cela prendra beaucoup de temps* », pointe Jérôme Charpentier. De nombreuses équipes sont donc mobilisées, du juridique au commercial, de l'informatique aux risques ou aux opérations. Avec l'impérieuse ambition d'atténuer le risque d'erreur : « *opérationnellement, le risque peut être systémique compte tenu du volume d'opérations concernées. Sans oublier le risque de litiges* », relève l'associé d'Ailancy.

Mais la manœuvre se heurte à la difficulté de capitaliser les intérêts de nouveaux taux au jour le jour. « *Quel arrondi choisir, quelles règles adopter sur les jours fériés, les jours ouvrés notamment. Tout cela fait l'objet de discussions de place, il faut parvenir à un standard de marché, mais c'est difficile* », admet notre banquier. « *L'ajustement des systèmes aux taux composés représente un chantier majeur, les changements doivent être modélisés, puis testés avant d'entrer en production* », dit Clare Dawson. Mais la courbe à terme des nouveaux taux de référence ne pourra à ses yeux être établie de façon prospectivement pertinente qu'en étant basée sur les transactions de produits dérivés liés. Or le volume, l'historique, la liquidité de ces transactions sont encore insuffisants, du Sofr (*Secured overnight financing rate*) depuis avril aux Etats-Unis, au Sonia (*Sterling overnight interbank average rate*) au Royaume-Uni, jusqu'à l'Ester (*Euro short-term rate*) pour l'Union européenne qui a été proposé mais ne sera pas calculé avant octobre. La « simple » capitalisation d'intérêt ne permet d'obtenir le taux qu'à l'issue de la période et le marché « *ne peut se satisfaire de cette incertitude* », souligne Clare Dawson, qui juge qu'elle est « *une alternative imparfaite mais nécessaire en substitution du Libor, il s'agit d'une transition indispensable* ». « *Le marché semble confiant, mais il n'est pas possible de garantir que les taux à terme seront disponibles d'ici fin 2021. Il convient d'agir dès à présent pour mettre en place avec les taux composés un filet de sécurité post-Libor* », clame la directrice générale de la LMA. Dans ce contexte, l'actuel administrateur du Libor, ICE Benchmark Administration, ne perd pas tout espoir, il vient de lancer une consultation pour la création d'une nouvelle référence, le US Dollar ICE Bank Yield Index. Qui présente l'avantage d'une structure à terme à un, trois et six mois.

Autre élément d'interrogation, selon Clare Dawson, « *il n'existe pas aujourd'hui de consensus pour déterminer un nécessaire ajustement économique* » du fait de la présence au sein du Libor d'un élément de risque de crédit des banques, qui demain disparaîtra. Les banques doivent également composer avec des travaux conduits distinctement par juridiction et par devise quand aujourd'hui ICE BA publie le Libor pour cinq devises. « *Ces travaux n'avancent pas au même rythme, renforçant les craintes d'agir des participants du marché, notamment pour des prêts syndiqués typiquement multidevises* », plaide Clare Dawson. « *Dans ce cadre déjà fragmenté, l'Europe souffre, cela est vrai pour tant de sujets, d'une néfaste hétérogénéité des points de vue des pouvoirs publics et des régulateurs*, tacle notre banquier proche du dossier. Il y a de plus une ambiguïté sur qui est responsable pour mener les travaux entre secteurs public et privé. Ils devraient avancer ensemble, main dans la main. »

## Titanesque

Tous ces écueils ne peuvent faire oublier qu'il y a obligation de résultats. « *Les plus grandes banques, souvent les plus actives en BFI, ont pris le sujet à bras le corps, les groupes plus modestes attendant de suivre l'exemple donné* », relève Jérôme Charpentier, chacune « *s'aper[cevant] progressivement que le chantier est titanesque* ». Clare Dawson martèle que « *le travail des banques passe aujourd'hui par un impératif dialogue entre elles et avec les emprunteurs, afin que chacun comprenne les enjeux. 2019 sera cruciale pour sensibiliser tous les acteurs. Le sujet sera au menu de tous les événements que la LMA organisera cette année dans une vingtaine de pays à travers la zone Europe, Moyen-Orient, Afrique*. » Le cabinet Ailancy, lui, anime un groupe de veille sur LinkedIn ainsi que des tables rondes régulières entre acteurs de marché.

Mais si la prise de conscience s'affirme, concrètement le travail commun peine encore à porter ses fruits, en témoignent les (inquiétants) résultats d'un sondage auprès d'institutions exposées au Libor (*voir entretien et illustration*). « *Aucun de mes clients n'a encore effectué de modification de ses contrats, je les y incite, mais les banques ne sont pas très motrices* », complète un avocat dévoué aux corporate. « *Il nous est déjà possible de préparer le terrain avec le Sofr américain ou le Sonia britannique, les appliquer dans nos systèmes pour apprendre* », se targue notre cadre d'une grande banque française. Cela permet au secteur, selon Jérôme Charpentier, « *de ne pas alimenter le futur stock à basculer et surtout de commencer en douceur à adapter tous les systèmes et modèles de valorisation ou calculs de risque à ces nouveaux taux* ». Le mouvement s'engage prudemment. Quelques émetteurs de dette ont franchi le pas d'une transaction liée aux nouveaux taux, comme Fannie Mae, la Banque Mondiale ou Credit Suisse avec le Sofr, ou la Banque européenne d'investissement ou Lloyds Banking Group avec le Sonia.

Trésorier de Deutsche Bank, Dixit Joshi confiait, à l'été 2018, au Financial Times que le fait d'échapper aux « tentacules » du Libor représentait « *un exercice mammoth très risqué. Ce n'est pas insurmontable mais c'est compliqué, à bien des égards potentiellement plus encore que le Brexit*. » C'est dire si le pachyderme est imposant.

### MANQUE D'ANTICIPATION

Etat de préparation d'un panel d'entreprises diversifiées face à la substitution des taux



SOURCE : JCHA & TRAVERS SMITH, L'ECB SURVEY, JANVIER 2019