

L'après RM

Sacrifié au nom de l'harmonisation des procédures boursières en Europe, le règlement mensuel (RM) vient d'être remplacé par le service de règlement différé (SRD). Il n'est cependant pas certain que le SRD sortira gagnant de cette réforme. Les comptes sur marges et les warrants peuvent permettre aux investisseurs individuels de doper la rentabilité de leurs portefeuilles-titres.

Valérie Lauzedat
Professeur de finance
AUDENCIA
Nantes.Ecole de management

■ La suppression du Règlement mensuel (RM), effective depuis le 25 septembre 2000, consacre la généralisation du mode de règlement-livraison au comptant pour l'ensemble des marchés actions de la Bourse de Paris. Mais les opérations à effet de levier sur actions n'en demeurent pas moins possibles, à travers un nouveau dispositif élaboré par Paris-Bourse : le service de règlement différé (SRD).

SRD contre RM : quelles différences ?

Par rapport au mécanisme du RM, le SRD introduit certains changements susceptibles d'affecter les stratégies d'intervention à terme des investisseurs. L'offre de crédit est tarifée et proposée sur certaines valeurs, non plus par le marché mais par les seuls négociateurs, en fonction du profil boursier des investisseurs.

• **La règle du «tout comptant».** Dans la pratique du RM, le paiement-livraison en fin de mois était la règle, et le règlement immédiat, l'exception. Dans le service de règlement différé, c'est le processus inverse qui prévaut : le règlement-livraison au comptant devient la règle, le règlement en fin de mois et les reports étant l'exception. Le «tout comptant» est donc généralisé à l'ensemble des marchés actions de la Bourse de Paris.

• **La tarification du SRD.** Alors qu'au RM, le crédit était gratuit et seuls les reports payants (du moins pour les acheteurs), le crédit-SRD, qu'il s'accom-

pagne ou non d'un report, donne lieu à une tarification librement déterminée par l'intermédiaire. Pour les ordres sans report, la commission de règlement différé (CRD) s'établit en moyenne dans une fourchette mensuelle de 0,5 à 1 %. En cas de report, le coût moyen du portage, basé sur l'Euribor plus une marge, excède 1 %.

*«Le SRD n'est pas
un système de place,
mais un service offert par
les seuls négociateurs.»*

Pour l'investisseur, la grande diversité de l'offre tarifaire-SRD (forfait au mois, courtage fonction de la durée d'utilisation du crédit, coût exprimé par mois ou sur une base annuelle appliquée prorata temporis) ne facilite pas l'optimisation du coût de sa position ; la présentation d'un taux effectif global pourrait représenter une solution acceptable.

• **Les critères d'éligibilité.** Pour être admises au SRD, les valeurs doivent répondre à l'un des deux critères suivants : appartenance à l'indice SBF 120, ou respect d'une capitalisation boursière et d'un volume quotidien, respectivement d'un milliard et un million d'euros. Au 25 septembre 2000, 160 valeurs sont éligibles au SRD (*graphique*), se répartissant entre le premier marché (144 valeurs

dont 20 issues du premier marché étranger), le nouveau marché (12 valeurs) et le second marché (4 valeurs). Le SRD permet ainsi aux utilisateurs du RM de diversifier leur champ d'action à tous les compartiments de la cote ; néanmoins, une soixantaine de titres du RM français et autant du RM étranger sont exclus du SRD.

Chaque mois, de nouvelles valeurs peuvent rejoindre la liste des valeurs SRD ; inversement, les sorties de la liste ont lieu, en principe, une fois par an, à l'exception des valeurs confrontées à des situations de corner, pour lesquelles l'autorité de marché se réserve la possibilité d'adapter la fréquence des exclusions.

Quant à l'accessibilité au SRD des valeurs cotées sur l'Euronext, rien ne semble, dans le principe, s'y opposer car, dès la fin du premier trimestre 2001, Euronext fonctionnera au travers d'une plate-forme commune et d'un règlement de marché unique ; avec une incertitude, cependant, pour les valeurs cotées à Amsterdam, en raison du comportement très actif des investisseurs individuels néerlandais sur le marché des options.

• **Un service «à géométrie variable».** Le SRD n'est pas un système de place, mais un service offert par les seuls négociateurs. En conséquence, l'intermédiaire est libre de refuser une demande de règlement différé s'il estime que le profil de l'investisseur individuel est trop risqué (solvabilité insuffisante, profil boursier peu averti) et/ou que la valeur faisant l'objet d'un ordre SRD est trop volatile ou insuffisamment liquide.

Le SRD a donc été conçu sous la forme d'un service «à géométrie variable».

• **Les règles de couverture minimales**

La couverture minimale ne peut être inférieure aux taux fixés pour le RM ; mais certains intermédiaires exigent des dépôts de garantie moins favorables, remplaçant notamment le taux de couverture habituel des 20 % (levier 5) par un levier 3 (correspondant à une couverture de l'ordre de 33 % de la position).

• **La modification du calendrier boursier.**

Le jour de liquidation, marquant la fin du mois boursier en cours, n'est plus, comme au RM, le 6^e mais le 5^e jour de Bourse avant la fin du mois calendaire. Les investisseurs gagnent ainsi un jour de crédit par rapport au RM.

Le SRD face aux autres formules de crédit

Le SRD est un facteur incitatif à la mise en place de solutions de crédit pour les investisseurs. Mais il n'est pas certain que le SRD sorte gagnant de l'abandon du RM. D'une part, parce que le succès du SRD repose sur le rapport «coût-bénéfice» des transactions en règlement différé. D'autre part, parce qu'il existe d'autres formes d'investissement à terme, appelées à se développer en France : les comptes sur marges et les warrants.

• **Le rapport «coût-bénéfice» d'un ordre SRD.**

Le succès du SRD dépend, en grande partie, de l'attention portée par les investisseurs au coût supplémentaire de la CRD sur un ordre de bourse ; le surenchérissement du coût de négociation en règlement différé pourrait décourager certains investisseurs de recourir aux achats/ventes à découvert. Ces consi-

Les justifications de la réforme du RM

L'instauration du «tout comptant» sur le marché parisien s'inscrit dans le contexte de l'harmonisation européenne des marchés qui tend à imposer à chaque place une convergence vers des standards européens en matière de règlement-livraison.

La fusion des Bourses de Paris, Amsterdam, et Bruxelles au sein de l'Euronext a fini par rendre inéluctable la disparition du RM qui représentait en effet un obstacle majeur à l'émergence d'une véritable place financière paneuropéenne, Paris étant la seule place au

monde à disposer d'un marché permettant de dénouer ses transactions en fin de mois ; à l'exception de la Bourse de Bruxelles dont le principe d'une liquidation «à la quinzaine» doit être abandonné d'ici à la fin 2000. Compte tenu du mécanisme intrinsèque au marché à règlement mensuel, la Bourse de Paris ne respectait pas la règle de dénouement à J+3 édictée par le Groupe des Trente. Par ailleurs, il était nécessaire de faire évoluer les pratiques de place vers une logique économique de tarification des avances de fonds.

Jusqu'alors, le financement du délai de règlement accordé aux acheteurs incombait aux vendeurs, puisqu'ils ne pouvaient encaisser le produit de leur vente qu'en fin de mois. Bien qu'il existe d'autres outils spéculatifs accessibles aux investisseurs individuels, à travers notamment le marché des options (MONEP), la Bourse de Paris, consciente de l'utilité de ce marché pour ces investisseurs, n'a pas souhaité renoncer aux possibilités d'investissement à terme offertes par le règlement mensuel.

dérations peuvent également inciter un plus grand nombre d'investisseurs individuels à réduire leurs coûts de transaction en utilisant les services de courtiers en ligne proposant le règlement différé.

Les atouts des comptes sur marges...

Outre ces aspects tarifaires pouvant limiter son attrait, le SRD n'est pas le seul dispositif substituable au RM ; les intermédiaires (courtiers en ligne, établissements de crédit spécialisés) ayant assis une grande partie de leur activité sur la mise à la disposition de leur clientèle des ressources offertes par le RM, ont mis en place de nouveaux mécanismes de crédit : les comptes sur marges. Il s'agit en fait d'avances garanties sur titres, permettant aux investisseurs d'acheter ou de vendre à découvert un nombre de titres plus important que celui des seules valeurs éligibles au SRD, en bénéficiant de l'effet de levier. Par rapport au SRD, les comptes sur marges présentent de multiples atouts pour l'investisseur :

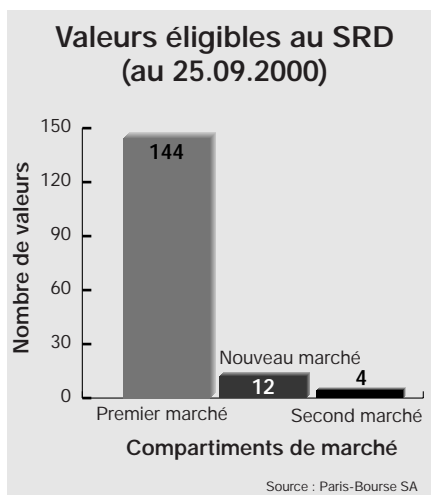
• découvert facturé en fonction de son utilisation (montant emprunté et

nombre de jours consommé de découvert) ;

- crédit permanent personnalisé du fait de son adossement au portefeuille-titres, absence de frais de report ;
- possibilité d'acheter ou de vendre à découvert un nombre de valeurs supérieur à celui de la liste SRD ;
- transfert de propriété des titres au jour de la négociation et non au jour du règlement-livraison comme dans le SRD.

«Le SRD est un facteur incitatif à la mise en place de solutions de crédit pour les investisseurs.»

Bien que le volume négocié sur les valeurs éligibles au SRD représente 90 % de la totalité du volume de la Bourse de Paris, on peut penser que la plupart des intermédiaires boursiers mettront en place de tels systèmes de crédit ; aux États-Unis, les courtiers



en ligne tirent déjà près de 20 à 30 % de leurs revenus des comptes sur marges.

... et l'attrait des warrants

Bon nombre d'institutions bancaires ont profité de l'abandon du RM pour lancer de vastes opérations marketing en faveur de la souscription de warrants. Les warrants sont des valeurs mobilières de type optionnel, intermédiaires entre les bons de souscription et les options négociables. Utilisables à des fins d'investissement ou de couverture de portefeuille, ils offrent le droit d'acheter (*call warrant*) ou de vendre (*put warrant*) différents supports (devises, indices, taux, actions...), à un prix d'exercice fixé, et jusqu'à une date

«En 1999, le taux de croissance des warrants en France a été de 150 % et plus de 20 milliards de francs de primes ont été échangées.»

donnée. Emis par un établissement financier qui en assure la diffusion et la cotation, les warrants peuvent être achetés ou vendus quelles que soient les conditions du marché. Mais à la différence d'une option, l'investisseur n'a pas le droit de vendre un warrant à découvert.

L'une des caractéristiques les plus attractives de ce marché est la grande diversité de supports et de thèmes d'in-

vestissement. Le souscripteur d'un warrant peut se positionner à la hausse ou à la baisse sur des devises, des taux d'intérêt, des indices, des actions et paniers d'actions.

Comparé à certains marchés européens, le marché français des warrants est relativement étroit ; douze fois moins important que son homologue allemand, il connaît néanmoins un développement important : en 1999, le taux de croissance des warrants en France a été de 150 % et plus de 20 milliards de francs de primes ont été échangées. Pour les émetteurs de warrants, la fin du règlement mensuel, la baisse des valeurs technologiques... sont autant d'arguments commerciaux. ●