

«*Nous espérons lancer les dépôts de garantie dès novembre*»

Pour assurer son développement, l'un des principaux souci du courtier des SVT est de sécuriser ses opérations. En matière de pensions livrées, Prominnofi pratique systématiquement les appels de marge et va mettre en place des mesures supplémentaires comme les dépôts de garantie.

— *Quel est le rôle de Prominnofi sur le marché de la pension livrée ?*

Jean Carrel Billiard – Prominnofi agit en du croire pour l'ensemble de ses opérations, notamment celles de pensions livrées : le client ne connaît pas le nom de la contrepartie de Prominnofi en ayant toutefois l'assurance que celle-ci appartient au groupe SVT-CVT (encadré). Les systèmes de règlements-livraisons permettent une grande sécurité au niveau du capital en organisant la simultanéité des échanges entre les espèces et les titres. A l'heure actuelle, Prominnofi détient un portefeuille de 100 milliards de francs en *repos*, bien entendu sans aucune position propre.

Depuis fin novembre 1995, nous utilisons une procédure d'appels de marge, prévue dès l'origine dans la convention cadre de place régissant ce type de transaction. L'accroissement des volumes d'opérations de pensions livrées a accéléré la mise en place de cette pratique. Tous les soirs, l'ensemble des portefeuilles est réévalué aux prix de clôture et selon les variations constatées, les comptes des clients sont crédités ou débités. Comme Prominnofi est du croire et ne prend pas de position, la somme des débits est égale à celle des crédits. Ces appels de marge sont effectués par des virements sur les comptes ouverts à la Banque de France.

— *D'autres mesures de sécurité sont-elles envisagées ?*

J. C. B. – L'irrévocabilité des opérations est assurée, à l'heure actuelle, au moment du *cut-off* de la Banque de France (vers 17 h). Même si cette irrévocabilité sera effective au «fil de l'eau» dans le futur système de place, le délai entre la dernière réévaluation du portefeuille et une cession éventuelle sur le marché pour pallier la défaillance d'une contrepartie est trop long, compte tenu de la volatilité des prix.

Les appels de marge constatent les mouvements du passé. Nous avons cherché à mettre en place un système permettant à Prominnofi de se couvrir contre un risque potentiel d'évolution des prix entre le dernier appel de marge

«En définitive, nous avons proposé à nos clients actionnaires de mettre en place des dépôts de garantie qui permettront de supporter les impacts financiers défavorables de mouvements sur la valeur des titres.»

Jean Carrel Billiard
Président
Prominnofi

Le courtier des SVT

Prominnofi a été créée en 1987 à l'initiative des SVT, qui ont estimé qu'il était intéressant d'avoir leur propre courtier. L'idée était bonne mais pas originale, car elle s'inspire de ce qui s'est passé aux États-Unis, avec la création en 1986, d'un courtier *inter primary dealers*, Liberty. L'actionnariat de Prominnofi compte à l'heure actuelle les 20 SVT et le CVT, ainsi que la banque HSBC pour des raisons historiques.

Néanmoins le courtier ne travaille pas avec cette dernière car son activité est statutairement limitée aux seuls SVT et CVT.

Prominnofi détient une part de marché de 50 à 55 % du marché inter-SVT de la dette française ; celle-ci représente environ 50 % du volume total traité ; Prominnofi se retrouve donc avec près de 30 % du volume total traité dans le mois.

Néanmoins l'avenir

du courtier paraît moins assuré dans le contexte du marché monétaire euro : le 1^{er} janvier 1999, on estime que le volume de la dette française représentera 20 % du total de la dette euro. La part de Prominnofi se trouvera ainsi réduite à 6 % de la dette euro, ce qui ne lui garantit pas la taille critique nécessaire à sa survie. Des réflexions sont en cours sur un éventuel élargissement de son activité.

et une éventuelle action sur le marché. Nous avons étudié les possibilités de souscrire à des assurances, mais les garanties ne sont guère satisfaisantes.

En définitive, nous avons proposé à nos clients actionnaires de mettre en place des dépôts de garantie (en cash ou en titres) qui permettront à Prominnofi de pouvoir supporter les impacts financiers défavorables de mouvements sur la valeur des titres que nous devons céder si une contrepartie est défaillante.

Le problème pour mettre en œuvre cette garantie est essentiellement d'ordre juridique, car nous avons rapidement trouvé en Matif SA un partenaire technique compétent. Mais il fallait ajouter à la convention cadre de la pension livrée une annexe qui validait cette procédure. Les textes ont été terminés fin septembre et nous espérons lancer le système début novembre.

— Quelles en seraient les caractéristiques ?

J. C. B. – Le calcul du montant du dépôt est directement lié aux niveaux d'encours de chaque contrepartie avec Prominnofi. Comme je vous l'ai dit, Matif SA assurera un service très similaire, dans son principe, à celui utilisé dans le cadre des contrats *futures*. Matif SA recevra tous les soirs la composition des différents portefeuilles répartis par tranche de vie résiduelle. Après applica-

tion de coefficients de réduction inter et intra tranches, des coefficients de dépôt de garantie seront appliqués sur le solde en risque de chaque tranche. Ainsi, les dépôts calculés devraient permettre de couvrir les mouvements de prix dans 80 % des cas.

— D'autres mesures peuvent-elles être imaginées ?

J. C. B. – Certains acteurs de la place estiment qu'il serait utile d'étudier l'introduction d'un organisme comme le GSCC (Government Securities Clearing Corporation). Aux États-Unis, les énormes mouvements de fonds générés par les transactions sur les titres du Trésor américain ont inquiété les autorités financières qui ont demandé aux participants d'étudier les moyens de réduire le risque systémique très important qui en découle.

Le GSCC compense les opérations de ses adhérents pour les opérations d'achats et ventes, et depuis quelque temps sur les pensions (92 % de *netting* pour 90 clients) avant d'envoyer les instructions dans le système de règlement livraison. L'existence de dépôts de garantie permet en outre au GSCC d'assurer la bonne fin des opérations. Ce système a bien entendu plus d'intérêt si tous les acteurs actifs du marché en sont membres.

En France, un *netting* des opérations effectuées par les SVT entre eux serait certainement une première étape opérationnelle, mais dans le cadre de l'euro, l'objectif doit être plus audacieux avec une intégration des flux d'autres participants européens. Un problème juridique doit d'abord être résolu : si la compensation est possible pour les opérations de pensions livrées grâce à la convention cadre de place, elle reste encore impossible pour les opérations d'achats et ventes.

— Existe-t-il un marché développé de la pension livrée dans les autres pays européens ?

J. C. B. – Le marché de la pension livrée est en expansion dans la plupart des pays et les titres sous-jacents sont de plus en plus diversifiés. La structure de la dette française permet, grâce notamment à l'importance des souches, une grande liquidité. Le marché du *repo* est également très développé en Allemagne et en Italie. De façon générale, la structure et l'ampleur des émissions doivent permettre aux opérateurs de marché de pouvoir jouer leur rôle avec le minimum de contrainte de liquidité. ●

Propos recueillis par
Élisabeth Coulomb