

# Prêt-emprunt de titres : acteurs, modalités et risques

Les prêts-emprunts de titres constituent un marché de gré à gré, mais ils répondent à un certain nombre de règles communes à travers le monde. Le marché français présente des spécificités qui sont parfois des freins au développement des opérations.

Alexandre Mojaisky  
Responsable des  
prêts-emprunt de titres  
BNP

■ Au sein de la littérature consacrée aux produits dérivés des actions, le prêt emprunt de titres («P-E» dans la suite) est un sujet rarement évoqué. Les étudiants en finance connaissent en général assez bien la théorie des options sur actions et celle des arbitrages *futures* contre actions, mais on leur explique rarement, en pratique, que la réalisation de ces arbitrages nécessite souvent de pouvoir vendre des titres avant de les recevoir. Pour ceci, l'une des solutions consiste à «emprunter» ces titres au moment de la vente (afin de pouvoir les livrer à l'acheteur) et de les rendre au moment où on les reçoit.

Un prêt est un transfert temporaire de la propriété d'un titre et de tous les droits afférents à cette propriété (droits de vote...), du détenteur initial du titre vers l'emprunteur. Au terme de l'opération, l'emprunteur est tenu de rendre les titres au prêteur et le prêteur est tenu de les reprendre.

La technique du P-E a été développée dans les années 60 aux États-Unis. A l'origine, elle était surtout utilisée pour couvrir les retards de livraison de titres dus à des problèmes administratifs.

En France, l'opération était pratiquée sous forme de prêt de consommation ou de réméré jusqu'en 1987, date à laquelle a été votée la loi sur l'épargne incluant des dispositions sur le prêt de titres.

Le marché du P-E étant dirigé par la demande, sa compréhension passe par celle des motifs des emprunteurs. En dehors des retards dans les règlements-livraisons qui ne représentent

plus qu'une faible part des opérations, les emprunts de titres sont initiés par des arbitragistes vendant des titres qu'ils ne détiennent pas.

## Les stratégies des emprunteurs guident le marché

Les principaux motifs sont les arbitrages (sur *futures*, bons de souscription OPE ou obligations convertibles) et les couvertures de positions optionnelles :

- si un *future* sur indice est sous-évalué (1), il est intéressant d'acheter le *future* et de vendre les actions (*reverse cash & carry*). A l'échéance du *future*, on reçoit des actions et on peut clôturer l'emprunt d'actions ;
- si un bon de souscription est sous-évalué, il est intéressant de l'acheter, de vendre et d'exercer le bon. L'emprunt d'actions sera remboursé lorsque l'émetteur aura livré les actions nouvelles ;
- lors d'une offre publique d'échange, la société absorbante propose toujours une surcote aux actionnaires de la société absorbée. Il est alors intéressant d'acheter l'action absorbée, de vendre l'action absorbante et de porter les titres à l'échange.

Dans ces trois cas, l'intervention des arbitragistes va, grâce à la possibilité d'emprunter des titres, permettre de rétablir l'équilibre des cours. La possibilité d'emprunter des titres est donc une condition nécessaire pour l'existence d'un marché des *futures* efficient.

Afin de limiter leur risque, les *traders options* se couvrent en général contre les petites variations du cours du sous-ja-

cent en vendant ou en achetant une position équivalente d'actions (couverture en delta). Ceci concerne aussi bien les options de gré à gré que les options négociables ou les warrants. La possibilité d'emprunter des titres est donc une condition sine qua non pour l'existence d'un marché optionnel efficient.

Une obligation convertible peut être modélisée comme la somme d'une obligation et d'une option d'achat de l'action sous-jacente. Si l'obligation convertible est sous-évaluée (respectivement surévaluée), il est intéressant de l'acheter (de la vendre) et de la gérer en delta comme une option en vendant (en achetant) l'action. Dans ce cas encore, l'intervention des arbitragistes va, grâce à la possibilité d'emprunter des titres, permettre de rétablir l'équilibre des cours.

Les prêteurs finaux, quant à eux, sont pour l'essentiel soit des fonds (Opcvm, *unit trust*, *pension funds*, *mutual funds*...), soit des banques dépositaires ayant mis au point un programme de P-E avec leurs clients.

Les contrats prévoient explicitement la possibilité pour le prêteur de rappeler les titres avant les AG mais il faut noter que le fait de prêter des titres fait perdre les droits de vote double liés à une certaine durée de détention et ne permet plus d'appliquer le régime fiscal des «mères-filles».

Afin de diminuer son risque de contrepartie, le prêteur de titres peut demander un collatéral. La pratique du marché international fixe le montant de ce collatéral à 105 % de la valeur des

## Les États-Unis constituent le marché le plus actif

Le développement du P-E dans un pays est étroitement lié à la qualité du cadre juridique et fiscal (irrévocabilité du transfert de propriété des titres, irrévocabilité du transfert de propriété du collatéral, *close out netting*, neutralité au regard des plus values) et à la maturité financière du pays (existence de produits

dérivés listés, possibilité pour les étrangers de détenir des actions...). Les marchés les plus actifs sont en Amérique, les États-Unis ; en Europe, l'Allemagne, la France, les pays Scandinaves, les Pays-Bas, la Suisse et l'Italie ; en Asie, le Japon, Hong-kong et l'Australie. L'Amérique du Sud et l'Asie du Sud-Est sont très

peu développées en raison de freins qui vont de l'absence de cadre juridique jusqu'à l'interdiction pure et dure assortie de peine de prison. Les arbitragistes qui travaillent tout de même sur ces pays utilisent soit des titres *offshore* soit des *ADR* (*American Depository Receipt*).

titres prêtés si c'est des espèces (2) et plus s'il s'agit de titres (en fonction de la volatilité du cours de ce titre). Ce collatéral est ajusté périodiquement (appels de marge) lorsque la variation du cours de l'action prêtée ou celle du titre en collatéral fait que l'on s'écarte trop de 105 %.

### Des modalités opératoires adaptables à chaque transaction

Les opérations peuvent être traitées «en open» (sans date de fin) ou «en ferme». Dans le premier cas, l'opération peut être interrompue à tout moment par l'une des deux parties moyennant un préavis fixé au départ. Dans le deuxième cas, l'opération ira à son terme, sauf événement exceptionnel (comme une AG) prévu dans le contrat. La plupart des législations imposent des durées maximales pour les opérations en ferme ou interdisent les opérations en ferme à certaines catégories de prêteurs (fonds de retraite américains...). Il faut noter que l'intérêt des prêteurs est toujours de rester le plus souple possible (afin de pouvoir profiter des opportunités de marché) alors que celui des emprunteurs est d'assurer leur approvisionnement jusqu'à l'échéance de leur arbitrage.

Lorsqu'il n'y a pas de collatéral ou que le collatéral est constitué de titres, le prêteur reçoit une rémunération égale au produit de la «valeur des titres» par le taux de *repo* négocié au départ (*pro-rata temporis*). La «valeur des titres» peut être le cours initial, la moyenne

des cours pendant la durée de l'opération ou toute solution intermédiaire. Lorsque le collatéral est constitué d'espèces, deux cas peuvent se présenter. Soit le prêteur reçoit comme ci-dessus un taux de *repo* et paye un taux de marché négocié à l'avance sur les espèces (TMP...), soit le prêteur paye simplement un taux fixe négocié à l'avance (le *rebate*) sur les espèces.

Le niveau pratiqué pour le taux de *repo* est inversement proportionnel à la sécurité juridique du pays et à la demande sur le titre. Un titre liquide peu recherché se traite vers 0,30 % annuel dans les pays les plus avancés dans le P-E, deux à trois fois plus cher dans un pays moyennement sûr et dix à vingt fois plus cher dans les pays exotiques. Pour un titre peu liquide ou très recherché, ces taux peuvent être multipliés par dix ou plus. La taille d'une opération est en général comprise entre quelques millions et quelques centaines de millions de francs. Si la taille est trop petite, le taux de *repo* sera remplacé par une rémunération minimale forfaitaire.

Il n'existe pas de contrat international applicable dans tous les pays. Les plus utilisés sont les contrats rédigés par les anglais (OSLA) et les américains (PSA). Ils doivent être adaptés chaque fois qu'on veut les utiliser sur un nouveau pays, ce qui nécessite de nombreuses études juridiques et fiscales. Le contrat AFB est essentiellement utilisé entre français.

Le P-E est en soi une activité sans risque de marché. Il peut le devenir si on fait de la transformation sur la



Après «Les enjeux», vient de paraître «Les acteurs».

Tout sur le mode de régulation et de coopération internationale, l'intégration économique et financière européenne, la monnaie unique...

#### Échanges et finance internationale

Tome 1 : Les enjeux

1996, 592 pages, 380 francs

Tome 2 : Les acteurs

1997, 555 pages, 380 francs

(TVA 5,50 %, et port inclus)

**BANQUE**  
Éditeur

Mauricette Delbos  
☎ 01 48 00 54 08

Fax : 01 42 47 16 15

Internet : [www.revue-banque.fr](http://www.revue-banque.fr)

## Les particularités du marché français

### Le règlement mensuel et le *report*

Le marché français est le seul à avoir un règlement mensuel

(3) (RM). En conséquence, les modalités opératoires sur les valeurs inscrites au RM sont assez spécifiques.

Les opérations durent un mois (de fin de mois à fin de mois suivante) et sont négociées en ferme (cela n'empêche pas les détenteurs de titres de les vendre en RM).

Parallèlement au RM, la SBF gère le marché des *reports*. C'est un marché organisé à la crie de *sell & buy back* (4), réservé aux sociétés de bourse compensatrices, qui a lieu une fois par mois (le lendemain de la liquidation générale).

Les opérations faites au report sont garanties par la Chambre de compensation de la SBF.

### Aspects juridiques

La loi de 1987 a eu des aspects très positifs en apportant une meilleure sécurité des opérations (irrévocabilité des transferts de propriété) et une neutralité fiscale pour le prêteur (pas de plus- ou de moins-values à la sortie et à la rentrée des actions).

En revanche, cette loi exclut de son champ d'application les P-E en période de détachement de dividendes donnant droit à un avoir fiscal.

En conséquence, et bien que rien n'empêche de sortir du cadre de cette loi, la majeure

partie des institutionnels français préfèrent interrompre leurs prêts au moment des détachements de dividendes. Ce tarissement cyclique de l'approvisionnement domestique oblige les arbitragistes à se tourner vers l'étranger. En effet, les opérations d'arbitrage peuvent durer plusieurs mois et ne peuvent être interrompues en cours de vie, sous peine de pertes financières importantes. De même, la maturité des options peut atteindre plusieurs années et il serait extrêmement risqué de couper les couvertures à chaque passage de dividende. Ceci est d'autant plus vrai que les arbitragistes étrangers

travaillant sur les mêmes opérations ne seraient pas soumis à cette contrainte. Ce déséquilibre passager de l'offre et de la demande entraîne une élévation sensible des taux de *repo*.

### Passage à l'euro

Le passage à l'euro ne devrait pas avoir d'impact sur le métier du P-E. L'impact sera localisé sur les aspects informatiques : développement ou achat de logiciel pour les acteurs n'ayant pas de logiciels multidevises et bascule des opérations, dont la complexité dépendra des modalités de basculement du RM choisies par la place de Paris.

- courbe des taux *repos* (emprunter en open et reprêter en ferme par exemple) ou sur la courbe des taux cash (recevoir du collatéral espèces sur base JJ qu'on replace à taux fixe par exemple).

En revanche, en cédant la propriété de ses titres, le prêteur prend un risque de contrepartie sur l'emprunteur. Ce risque est très limité par l'utilisation de collatéral (dans les pays où la loi reconnaît clairement le transfert de propriété de ce collatéral) et encore plus par des appels de marge réguliers. Il faut noter que, du coup, le risque de contrepartie résiduel peut être supporté par le prêteur ou l'emprunteur selon la variation des cours.

### Attention au risque administratif

Enfin, le P-E est une activité où les risques administratifs sont importants car on y manipule des montants élevés, avec une grande fréquence, dans le cadre d'opérations de gré à gré non standardisées nécessitant donc de se mettre d'accord avec sa contrepartie à chaque fois. De plus, les circuits de règlement-livraison peuvent être très longs (nombreux intermédiaires et utilisation de sous-dépôts). En conséquence, et compte tenu de la faiblesse des marges, il est particulièrement important d'avoir un

*back-office* expérimenté et réactif pour déceler et résoudre au plus tôt les problèmes éventuels.

### Du *repo* aux *equity swaps*

Il existe de nombreux produits permettant la cession temporaire de la propriété de titres. Nous ne décrivons que ceux qui font l'objet d'un contrat cadre. Cette sous-famille inclut les *equity swaps*, les *converse* (ou *zero-cost options*) et les *equity repos*.

Dans le cadre d'un *equity swap*, l'acheteur va recevoir un taux d'intérêt (par exemple Libor 3 mois -50 points de base) et payer la performance d'une action (dividendes compris). Si l'acheteur du swap achète l'action à sa contrepartie au début du swap et la lui revend à la fin du swap, l'opération synthétique est une cession temporaire sur une durée ferme.

Au lieu de prêter une action, son détenteur peut acheter une option d'achat et vendre une option de vente de mêmes caractéristiques (prix d'exercice, maturité, volatilité...) à l'emprunteur, tout en lui vendant cette action. L'opération synthétique est également une cession temporaire sur une durée ferme.

Ces deux types d'opération se font dans le cadre d'un contrat ISDA ou AFB. Il peut être intéressant d'utiliser ces pro-

duits dans un pays où le cadre juridique pour le P-E n'est pas suffisant, ou lorsqu'on veut être certain que les titres ne vont pas être rappelés. De plus, les options et les swaps sont des produits de hors bilan, ce qui peut présenter parfois un intérêt d'un point de vue comptable.

Les *equity repos* ont une logique similaire à celle des *repos* obligataires. La seule différence est que le détenteur de titres cherchant à se refinancer détient et propose donc en collatéral des actions et non des obligations.

Le marché des prêts-emprunts de titres a connu un fort développement depuis les années 80, parallèlement à celui des marchés financiers. Aucune statistique sur le volume total des opérations n'est disponible car il s'agit d'opérations de gré à gré. On peut toutefois avancer sans grand risque qu'à tout moment, il y a plus de 500 milliards de US\$ de titres prêtés dans le monde. La croissance n'est sans doute pas finie. ●

(1) La valeur théorique d'un *future* sur indices dépend du cours des actions composant l'indice, des taux d'intérêt, du coût de prêt/emprunt et éventuellement des dividendes payés pendant la vie du *future*.

(2) 102 % sur le marché domestique américain.

(3) La Belgique a un règlement bimensuel.

(4) Accord par lequel deux parties se vendent des titres et s'engagent à se les revendre en sens inverse à une date et à un cours prédéterminés.