

Étude

# Les *repo*, indispensables pour les marchés de capitaux

**Un système de prêt-emprunt de titres mature et liquide**

*améliore le fonctionnement des marchés financiers.*

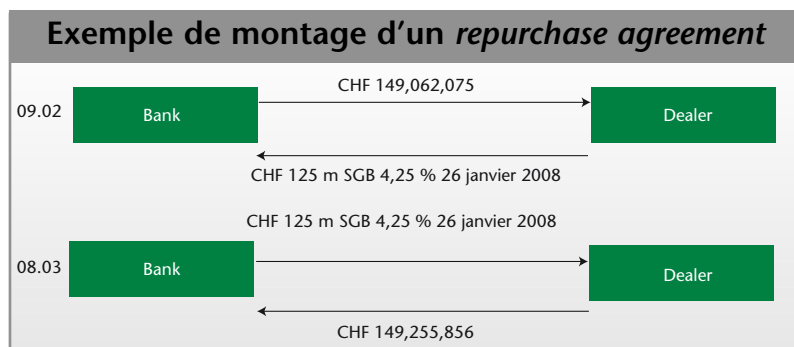
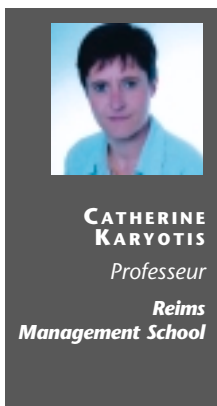
*De fait, ces instruments connaissent depuis quelques années un accroissement exponentiel.*

LE MARCHÉ DES *REPO* N'EST PAS récent : il est né il a un siècle, importé d'Angleterre par les banquiers normands. Dans les années soixante, seules quelques places ont légiféré sur l'activité de prêt de titres, tels les États-Unis face à une montée des incidents de paiement sur les marchés de capitaux. Mais il faudra attendre les années quatre-vingt pour voir évoluer les marchés des *repo*. Les contrats ont, en effet, fait l'objet d'une standardisation suite à la faillite de Drysdale Securities aux États-Unis.

Depuis les années quatre-vingt, les opérations de pension et prêts de titres connaissent une croissance exponentielle enregistrée sur les euromarchés d'abord, puis sur certains marchés domestiques.

Dans une étude relative au marché européen, Giddy et al. <sup>1</sup> affirment qu'au-delà de l'efficacité du processus de règlement-livraison de base, les limites et faiblesses des services de conservation, de crédit et de prêt de titres sont des freins à l'intégration d'un marché financier européen, spécialement pour

les investisseurs institutionnels qui requièrent des services de transactions et de règlement sans coûts excessifs ou complications. Parmi ses recommandations, la Banque des règlements internationaux stipule que les prêts de titres, pensions livrées ou autres, doivent être encouragés pour améliorer le rè-



## Définitions et technique

Le prêt de titres est un accord par lequel des titres sont prêtés à une contrepartie, contre des liquidités ou autres sûretés. Il est destiné à faciliter l'exécution en temps voulu des obligations de règlement.

La pension est une opération par laquelle une personne morale cède en pleine propriété à une autre personne morale, moyennant un prix convenu, des valeurs, titres ou effets, et par laquelle le cédant et le cessionnaire s'engagent, respectivement et irrévocablement, le premier à reprendre les valeurs, le second à les rétrocéder, pour un prix et à une date convenu.

A l'international, les opérations de pension les plus communes sont les mises et prises en pension, et les achats et ventes.

Une mise en pension s'articule autour d'un transfert de titres par une partie (le cédant) à une autre (le cessionnaire) contre un montant convenu de liquidités, et d'un accord connexe, passé simultanément par le cé-

dant, de racheter les titres à une date future précisée dans le contrat ou sur demande, à un prix déterminé. Une prise en pension est la même opération vue par le cessionnaire.

Lors d'une transaction d'achat et vente, deux intervenants concluent simultanément deux accords séparés portant une valeur identique : une vente de titres pour un règlement normal et une négociation à terme de rachat par le vendeur à une date donnée. La principale différence entre une opération de réméré et une pension réside dans le fait que, pour une pension, les contreparties s'engagent respectivement, l'une à rembourser les liquidités, l'autre à restituer les titres, phénomène non obligatoire pour un réméré. Cette formule de réméré ne fait pas toujours l'objet d'un contrat cadre de pension, et reste utilisée lorsqu'il existe des restrictions sur les marchés des pensions ; aussi tombe-t-elle en désuétude.

Les échéances des pensions

sont de trois types :

- la pension au jour le jour (*overnight maturity*) arrive à échéance le lendemain du règlement initial ;
- la pension ouverte (*open*) est sans échéance définie, chaque partie pouvant mettre fin à l'opération sur demande, en vue de minimiser les coûts ;
- la pension à terme (*term maturity*) présente une échéance, précisée dans le contrat, supérieure à un jour. Enfin, les dispositions de conservation des titres diffèrent selon les pensions :
- la pension livrée propose que le cédant transfère le contrôle des titres au conservateur du cessionnaire à la date du règlement initial, et l'acquéreur procède à l'identification, pour le contrôle des titres, envers le conservateur du cédant à la date d'échéance. Si le transfert s'effectue par une procédure de livraison contre paiement, le risque de crédit encouru par le cessionnaire à l'égard du cédant est minimisé ;
- la pension tripartite existe

lorsque les deux parties utilisent un conservateur commun. Celui-ci s'assure que chaque partie s'acquitte de ses obligations respectives, vérifie la conformité des titres et procède aux appels de marge nécessaires, réduisant les coûts de transaction. Au-delà du service d'intendance, la pension tripartite a surtout permis l'entrée sur le marché d'un plus grand nombre d'acteurs aux profils de crédit très disparates, tout en maintenant la sécurité du marché ;

- la pension conservée en dépôt consiste en ce que le cédant détient en garde les titres au nom du cessionnaire. Si les coûts de transaction sont ici réduits, le risque est maximal pour l'acquéreur. En conséquence, le cessionnaire requiert un rendement plus élevé que dans les autres opérations de pension, cette méthode est alors plus onéreuse. Ces opérations sont regroupées sous la terminologie anglo-saxonne de *repo-repurchase agreement*. A l'inverse, une *reverse repo* est un achat temporaire de titres pour revente ultérieure.

glement des transactions. Un système de prêt-emprunt de titres mature et liquide améliore, en effet, le fonctionnement d'un marché financier en permettant aux vendeurs d'obtenir rapidement les titres dont ils ont besoin, et donc en réduisant le nombre des transactions en suspens.

### L'EXPLOSION DES ANNÉES QUATRE-VINGT-DIX

Depuis l'utilisation croissante des pensions par les banques centrales pour fournir des liquidités sur les marchés monétaires par des techniques sécurisées, les orga-

nismes de règlement-livraison ont développé des systèmes ad hoc. Aussi les opérateurs ont-ils utilisé davantage les opérations de pensions pour couvrir des positions courtes ou spéculer sur la volatilité des taux d'intérêt : aux États-Unis, des dealers et autres investisseurs vendent à découvert les titres pour les racheter via le marché des *repo* (en 1999, 1,2 milliard de dollars de prêt-emprunt sur le marché des *repo* américain émanait des *primary dealers*<sup>2)</sup>.

Cette tendance s'est accrue dans les années quatre-vingt-dix avec une généralisation des marchés de prêts de titres sur l'en-

semble des places financières, y compris sur les bourses émergentes. Un nombre croissant d'opérateurs a profité d'un fort effet de levier potentiel par la prise de position spéculative sur les marchés de taux. Parallèlement, les activités sur marchés dérivés ont progressé, aidées par la généralisation de la diffusion d'informations en temps réel : les marchés de pension leur ont de facto servi de lien entre marchés dérivés et marchés de sous-jacents, en leur fournissant les liquidités nécessaires. Enfin, le marché des *repo* a permis à des entreprises non bancaires,

structurellement prêteuses en liquidités, d'accéder directement au marché monétaire.

Tandis que les *repo* se développaient sur tous les marchés de titres d'États, dès 1993 la place de Paris légiférait sur les pensions ; en 1996, le Royaume-Uni lançait un marché de *repo* sur les *gilts* avec une juridiction appropriée ; en 1997, le Trésor italien proposait un marché gouverné par les prix sur les pensions sur titres d'État ; en 1998, la Suisse modifiait sa législation en matière d'adéquation de capital et sa fiscalité pour favoriser les opérations de pensions. En France, depuis la loi NRE – nouvelles régulations économiques – du 15 mai 2001, les prêts de titres ne sont plus limités à un an, et les titres de capital, titres de créance et parts d'Opcvm, cotés ou non, ainsi que les effets privés et publics, sont éligibles aux opérations de pension et prêt de titres.

De nouveaux acteurs sont donc apparus sur les marchés de prêts de titres (25 marchés environ au monde), requérant de nouveaux

produits, tels des prêts multi-monnaies ou une collatéralisation assise sur les actions, et un meilleur reporting sur ces activités. Les marchés se sont libéralisés. Parallèlement, les *global custodians* ont fusionné pour rechercher une taille critique au niveau mondial et une efficacité indispensable.

La taille du marché des pensions de la zone euro s'est accrue considérablement depuis quelques années. Une étude de la BCE<sup>3</sup>, auprès de 66 banques interrogées sur la valeur de l'encours de leurs contrats de pensions, relève que le marché aurait progressé de 20 % entre 1998 et 1999, de 24 % entre 1999 et 2000 et de près de 45 % entre 2000 et 2001. La part totale du marché des pensions est estimée entre 35 et 40 % de l'ensemble de l'activité sur le marché monétaire. Fin 2001, les encours relatifs aux mises et prises en pensions déclarés ressortaient à 2 300 milliards d'euros, contre 3 500 milliards de dollars aux États-Unis.

La plupart des opérations portent sur des échéances à court terme : les durées comprises entre 24 heures et 3 mois représentent plus de 95 % des opérations, et les transactions au jour le jour atteignent environ 20 % du total. Enfin, le volume standard des transactions est compris entre 50 et 100 millions d'euros. Au 11 juin 2002, la valeur totale des opérations de *repo* et *reverse repo* est de 3305 milliards d'euros pour 86 participants.

### DE L'UTILITÉ D'UN MARCHÉ EFFICIENT DES REPO

Sur le plan juridique, les opérations de *repo* attirent les intermédiaires parce qu'elles proposent un transfert légal de titres pour la durée du contrat, et leur permettent ainsi de se protéger contre un risque de crédit. Selon le besoin des intervenants, en titres ou en espèces, les *repo* leur offrent une collatéralisation pour une transaction précise.

Les *repo* destinées à obtenir des fonds sont comparables à un prêt ; dans cette optique, la pension pré-



## Les acteurs

Les emprunteurs de titres ou d'espèces sont les agents ayant acheté des titres non encore livrés, les vendeurs à découvert (pour compte propre ou compte de tiers), les intervenants sur les marchés dérivés, les agents face à un besoin de collatéralisation supplémentaire ou les intermédiaires confrontés à un dysfonctionnement d'un système de règlement-livraison de titres.

Les prêteurs de titres sont essentiellement des institutionnels recherchant une source de revenus complémentaires (rentabilisation des avoirs en titres ou minimisation des droits de garde). Les prêteurs d'espèces sont ceux qui recherchent

une alternative à l'achat d'instruments du marché monétaire.

Enfin les banques centrales sont des acteurs privilégiés des marchés de pension : outre leur besoin de pensions au titre de leur politique monétaire, elles sont parfois acteurs contraints afin de fournir la liquidité nécessaire au bon fonctionnement des marchés.

Les intermédiaires (*brokers-dealers* ou *market-makers*) rapprochent les prêteurs des emprunteurs et offrent parfois *matching* et confirmation, si les bourses ne le font pas elles-mêmes.

La compensation et le règlement sont assurés par les chambres de compensation et les dépositaires centraux

de titres qui ont saisi l'importance d'une centralisation des activités de *matching* et de compensation en vue d'une minimisation des coûts.

Les dépositaires centraux gèrent, dans leurs livres, les opérations de prêt-emprunt comme ils le font depuis de nombreuses années, pour les transactions boursières. Ils vont, pour certains, jusqu'à rembourser automatiquement les titres au terme des opérations, ou gérer un pool de titres prêtables pour une automatisation complète des prêts de titres<sup>(1)</sup>.

Les plus avancés, les dépositaires internationaux notamment, proposent des procédures de prêts de titres

internationaux<sup>(2)</sup> indispensables pour faciliter les règlements transfrontaliers qui imposent aux agents financiers d'immobiliser des titres ou d'accepter des délais de livraisons plus importants compte tenu de la non-synchronisation des cycles de traitement des systèmes de règlement-livraison.

(1) Un prêt est automatiquement déclenché lors d'un suspens causé par un solde débiteur d'un participant dans un système de règlement-livraison.

(2) Un prêt de titres est qualifiable d'international lorsque l'une ou l'autre des parties, ou les titres, est ou sont de nationalité différente. Dans la pratique, un *global custodian* ou un conservateur international est sollicité en tant qu'intermédiaire, dans un but, de la part des opérateurs, de réduction des contraintes administratives.

## Les procédures

Avant la négociation, deux contreparties décident d'un prêt conformément à un cadre légal, décision le plus souvent prise par téléphone à quelques exceptions près de certaines bourses ayant mis en place des systèmes électroniques de gestion des pensions ; en l'absence d'une contrepartie centrale, elles doivent s'assurer de la qualité financière mutuelle. Elles déterminent ensuite les valeurs éligibles à l'opération, le collatéral requis, le terme, le prix et les appels de marge éventuels. Il existe trois types principaux de collatéraux :

- **espèces** : lorsque des titres spécifiques sont prêtés, les espèces sont utilisées comme collatéral sur certains marchés (États-Unis, Europe, Japon) ou lors de prêts internationaux. Les espèces sont alors réinvesties dans des titres courts et l'intérêt perçu sur lesdits titres est partagé entre les deux parties, prêteur et emprunteur ;
- **titres** : lorsque les *repo* sont utilisées pour financer une transaction, des titres servent de collatéral ;
- **lettre de crédit** : lorsque les contreparties se sont mises d'accord sur une lettre de crédit, l'emprun-

teur réclame à sa banque une lettre de crédit d'un certain montant et le prêteur lui fournit les titres en équivalant à hauteur d'un certain pourcentage de la valeur marché desdits titres. Le prêteur sera alors habilité à tirer sur la lettre de crédit dès le premier incident survenu chez l'emprunteur. Un appel de marge est souvent réclamé par le prêteur à l'emprunteur, en sus du collatéral (appel de marge initial), dépendant de la qualité, de la liquidité ou de la volatilité des valeurs. Cette marge est généralement comprise entre 102 % et

110 %. Après l'accord relatif à la transaction, celle-ci est confirmée ainsi que ses termes (collatéral, marge, prix, type de collatéral...), sur une base bilatérale entre les deux contreparties, par téléphone, fax ou message Swift. Ensuite, l'instruction de transfert des titres et fonds est transmise au système de prêt de titres, selon le principe d'un transfert irrévocable, et d'une livraison contre paiement sur les places les plus avancées en la matière. En fin de période, l'opération inverse est pratiquée de manière identique.

sente un coût moins élevé pour l'emprunteur et une garantie pour l'acheteur. Par ailleurs, les *repo* peuvent être utilisées à des fins de consolidation de positions longues sur les marchés financiers des intervenants, tandis que les prêteurs maintiennent leurs positions sur

**“ Un marché de *repo* structuré et actif demeure un instrument fondamental pour la gestion des risques des intermédiaires financiers. ”**

les titres qu'ils ont prêtés (*repo out*), le ratio d'endettement est alors accru, et le maximum possible est déterminé par la marge de sécurité (*haircut*<sup>4</sup>).

Les *repo* utilisées pour emprunter des titres permettent de les obtenir en les garantissant par un transfert d'espèces ; une utilisation particulière permet d'obtenir des titres spécifiques pour honorer une livraison sur les marchés à terme ou couvrir une position courte en portefeuille.

Grâce à ces pensions, les intervenants peuvent vendre des titres à découvert. En conséquence, un marché de *repo* structuré et actif apparaît comme un instrument de couverture sur les marchés de taux d'intérêt et demeure un instrument fondamental pour la gestion des risques des intermédiaires financiers. L'impact d'un marché de pension sur les marchés financiers est incontestable : il accroît la liquidité en ouvrant la possibilité de prises de position, et permet d'en développer l'activité stricto sensu en stimulant la demande de titres utilisés ensuite comme instruments de collatéralisation.

Aussi les types de valeurs admises au titre de collatéral augmentent-ils progressivement. Au-delà des titres souverains, sont également admis comme collatéral, les obligations des secteurs public et privé, le papier commercial, les obligations foncières et, de plus en plus, les actions. Admettre des va-

leurs au titre de ces opérations est alors source de publicité incontestable pour lesdites valeurs.

En tout état de cause, les marchés des *repo* sont indispensables à tout marché de capitaux : sur les marchés de titres, les pensions apportent une collatéralisation devenue nécessaire pour minimiser les risques ; sur les marchés dérivés, elles permettent la livraison au terme des contrats ; sur les marchés monétaire et de change, elles proposent, outre des arbitrages, une collatéralisation indispensable pour les banques centrales et leurs opérations de politique monétaire. ■

1 Giddy I., Saunders A., Walter I., « *Alternative models for clearance and settlement : the case of the single European capital market* », Journal of Money, Credit and Banking, novembre 1996.

2 Les *primary dealers* sont *market-makers* sur les valeurs du Trésor américain, équivalent aux spécialistes en valeurs du Trésor sur la place financière parisienne.

3 Bulletin mensuel de la BCE, « *Les principales caractéristiques du marché des pensions dans la zone Euro* », octobre 2002.

4 La marge de sécurité (*haircut*) est la différence entre la valeur de marché d'un titre et sa valeur en tant que gage. Elle vise à protéger un prêteur de fonds ou de titres à l'encontre de pertes engendrées par la baisse de la valeur du gage.