

ISLA

INTERNATIONAL SECURITIES LENDING ASSOCIATION

Guide sur le Prêt/Emprunt de Titres

PUBLIÉ EN ASSOCIATION AVEC FINADIUM

Table des Matières

1. Résumé Exécutif	02
2. Introduction au Prêt/Emprunt de Titres	04
3. Qui Utilise le Prêt/Emprunt de Titres et Pourquoi	06
3.1 Investisseurs Institutionnels	08
3.2 Agents Prêteurs Intermédiaires	09
3.3 Emprunteurs	10
4. Accords-Cadres	11
4.1 Modèle de Transfert de Titres	11
4.2 Modèle de Garantie par Nantissement	12
5. Prêt/Emprunt de Titres et Gestion des Risques	14
6. Autres Voies d'Accès au Marché	16
6.1 Compensation Centrale	16
6.2 Prêts Directs, (y compris « Peer to Peer »)	16
7. Apport du Prêt/Emprunt de Titres aux Marchés Financiers	18
8. Génération de Revenus pour l'Épargne Retraite et les Autres Types d'Épargnants	22
9. Évolution de l'Environnement Réglementaire de l'UE	24
Régulation des Marchés	
Règlement sur les Opérations de Financement de Valeurs Mobilières (SFTR) Règlement Sur Les Dépositaires Centraux de Titres (CSDR)	25
Financement des Valeurs Mobilières et MiFID II	25
Règles de Vente à Découvert	26
Réglementation Bancaire et Prudentielle	
Cadre de Bâle	26
Ratio de Levier (LR)	27
Ratio de Couverture des Liquidités (LCR)	27
Ratio de Financement Stable Net (NSFR)	28
Régime des Grands Risques	28
Marges de Sécurité Obligatoires (« Haircut »)	28
Directive sur le Recouvrement et la Résolution des Défaillances Bancaires (BRRD)	29
Financement de Titres et Swaps de Rendement Total (TRS)	29
Directives sur la Protection des Investisseurs	
Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (UCITS)	30
Directive sur les Gestionnaires de Fonds d'Investissement Alternatifs (AIFMD)	30
10. Règles de Conduite et Gouvernance	31
11. Que Peuvent Faire les Régulateurs pour Promouvoir le Prêt/Emprunt de Titres?	32

Résumé Exécutif

Le prêt/emprunt de titres joue aujourd’hui un rôle important sur les marchés financiers mondiaux. Il est depuis longtemps une composante fondamentale des marchés financiers, car il permet de répondre aux contraintes en matière de règlement/livraison et de collatéral, et de fournir des liquidités vitales aux marchés secondaires. Il permet l'accès à des stratégies de couverture et d'investissement importantes et contribue à faciliter le dénouement rapide des transactions sur titres.

Aujourd’hui, le prêt/emprunt de titres est utilisé comme un outil clé pour mobiliser du collatéral, notamment des actifs liquides de haute qualité (HQLA), au sein de l'écosystème financier, accompagnant la croissance de la demande pour ces actifs.

Le prêt/emprunt de titres, composante fondamentale de l'activité des marchés de capitaux, a été influencé par la réglementation au cours des dix dernières années plus que par tout autre facteur, ce qui a entraîné des changements profonds dans le fonctionnement du secteur et dans la manière dont les acteurs extérieurs voient cette activité. Alors que l'apparition de nouvelles règles commence à diminuer et que les régulateurs s'installent dans leur fonction de mise en œuvre et de contrôle, les régulateurs et les décideurs politiques sont devenus une partie importante de la trame de l'industrie du prêt/emprunt.

Une grande partie du cadre réglementaire actuel concernant le prêt/emprunt remonte à la période qui a immédiatement suivi la crise financière mondiale de 2008/2009 et les travaux entrepris par le Conseil de Stabilité Financière (CSF). Leur document intitulé "Renforcement de la surveillance et de la réglementation du secteur bancaire parallèle"^{*} daté du 29 Septembre 2013, décrit le secteur bancaire parallèle et son importance : le "système bancaire parallèle" peut être décrit de manière générale comme "l'intermédiation de crédit impliquant des entités et des activités (totalement ou partiellement) en dehors du système bancaire ordinaire" ou, pour résumer, l'intermédiation de crédit non bancaire. Une telle intermédiation, menée de manière appropriée, offre une alternative précieuse au financement bancaire qui soutient l'activité économique réelle. Depuis, le CSF a redéfini sa qualification de manière plus large comme du "financement basé sur le marché". C'est une reconnaissance de la valeur ajoutée que cette activité apporte en tant qu'alternative au financement bancaire traditionnel.

Ce guide a été rédigé pour aider les régulateurs et les décideurs politiques à identifier les avantages, les risques et les perspectives des parties prenantes du prêt/emprunt de titres, afin de faciliter un débat éclairé et pragmatique sur cette activité qui fait partie intégrante des marchés de capitaux.

* Disponible sur http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130829c.pdf

Introduction au Prêt/Emprunt de Titres

Le prêt/emprunt de titres est la cession temporaire d'un titre contre une garantie en collatéral.

Un prêteur reçoit de l'emprunteur du collatéral en garantie, généralement sous la forme de numéraire ou d'autres titres (voir figure 1). En Europe, plus de 90 % des opérations de prêt de titres sont garanties par du collatéral autre que du numéraire. L'obtention de garanties sous forme de collatéral est un procédé efficace de réduction des risques dans les opérations de prêt de titres, et le niveau de sur-collatéralisation reflétera les caractéristiques de la transaction (les niveaux varient généralement entre 2 et 5 %, mais peuvent peut aller jusqu'à 50 %). Le collatéral est évalué quotidiennement à partir des prix de marché, ce qui permet de s'assurer que le prêteur et l'emprunteur de titres ont un montant adéquat de protection et de garantie à tout moment.

En contrepartie du prêt de ses titres, le prêteur reçoit une rémunération. Il peut s'agir d'une simple commission pour les transactions non garanties par du numéraire ou d'un taux implicite pour les prêts garantis par du numéraire.

Le collatéral autre que des espèces, telles que les obligations d'État ou les actions, est livré au début de la transaction, ajusté quotidiennement aux prix du marché, puis restitué lorsque la transaction est clôturée. Un agent tripartite est souvent responsable de la conservation de ces actifs de garantie, du suivi et du rééquilibrage du collatéral non

monétaire pour le compte d'un prêteur. Le collatéral autre qu'en espèces est moins populaire dans d'autres parties du monde : aux États-Unis, la répartition entre collatéral monétaire et non-monétaire était d'environ 50/50 en 2018.

Dans une opération dont le collatéral est en numéraire, l'emprunteur livre de numéraire au moment où la transaction est initiée. Le prêteur investit ces liquidités dans des véhicules financiers approuvés qui peuvent produire des revenus supplémentaires. Une partie de ces revenus de réinvestissement est rétrocédée à l'emprunteur. Dans ce cas, le coût de la transaction est appelé "taux de rétrocession".

La différence entre les revenus de réinvestissement et les sommes versées à l'emprunteur est le taux "implicite". Par exemple, un prêteur peut recevoir 1 000 euros de collatéral en numéraire, percevoir un rendement de 50 points de base (bps) et rétrocéder 30 pbs à l'emprunteur. Le prêteur conserve les 20 pbs restants comme revenu pour le prêt. En théorie, la valeur de la commission perçue pour un collatéral non monétaire et le taux implicite provenant des revenus du collatéral monétaire devraient être les mêmes, bien que ce ne soit souvent pas le cas.

Le niveau des revenus perçus par l'établissement prêteur pour les opérations de prêt/emprunt

de titres peut varier en fonction de multiples facteurs : le type de garantie que le prêteur accepte, les restrictions imposées sur la solvabilité de l'emprunteur, l'efficacité opérationnelle, la récurrence de la relation prêteur/emprunteur, le caractère déterminé de la durée de la transaction et toute contrainte sur le rappel de titres qui pourrait être imposée par les politiques de gouvernance et de surveillance du prêteur.

Des seuils internes, également spécifiés dans les caractéristiques du programme de prêt, peuvent influencer les revenus en permettant le prêt de montants plus ou moins importants de titres ou en limitant le prêt de titres sur des périodes déterminées.

Qu'ils soient basés sur des garanties monétaires ou non, le taux de rémunération de l'emprunt peut être ajusté en fonction des fluctuations de la demande pour le titre emprunté. Ce réajustement peut se produire à la demande de l'emprunteur ou du prêteur, et est généralement initié par la partie en faveur de laquelle le marché a évolué. Les factures et les frais sont normalement produits, calculés et payés sur une base mensuelle.

Figure 1 - Flux de prêts de titres contre collatéral monétaire et non-monétaire

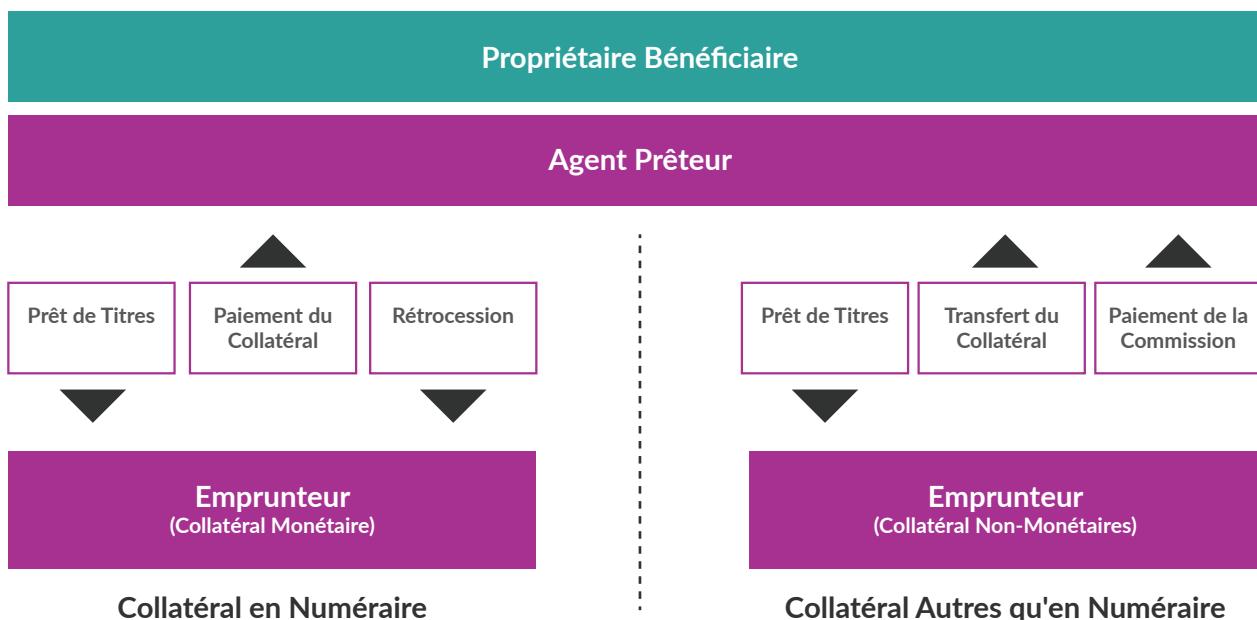


Figure 2 - Principaux types d'opérations de financement de titres (SFT)

Type	Description	Accord Cadre
Prêt/Emprunt de Titres	Un accord dans lequel une contrepartie prête un titre à une autre contrepartie pour une période déterminée. En échange d'autres titres ou de numéraire, l'emprunteur paie une commission au prêteur pour l'utilisation du titre prêté.	Global Master Securities Lending Agreement (GMSLA)
Pension Livrée (« repo »)	Une mise en pension est la vente de titres adossée à un engagement permettant au vendeur de racheter ultérieurement des titres équivalents à un prix plus élevé, la différence représentant l'intérêt ou le "taux de mise en pension".	Global Master Repurchase Agreement (GMRA)
Vente/Rachat Achat/Revente	Une transaction par laquelle une contrepartie achète (ou vend) des titres, des matières premières ou des droits, s'engageant respectivement à vendre (ou à racheter) ces titres, matières premières ou droits à une date ultérieure, quand cette opération n'est pas régie par un contrat de mise en pension.	Sur mesure (« confirmations longues »)
Prêt sur Marge (« Margin Lending »)	Une transaction dans laquelle une contrepartie accorde un crédit pour l'achat, la vente, le portage ou la négociation de titres, à l'exclusion des prêts garantis par des sûretés sous forme de titres. Les prêts sur marge font partie de la gamme de services que les « prime brokers » offrent à leurs clients (c'est-à-dire les fonds d'investissement). Les prêts sont garantis par un portefeuille de titres, ou par des titres détenus sur un compte dédié (« margin account »), que les prime brokers gèrent en même temps que les autres services qu'ils fournissent, notamment les opérations sur des pensions ou des produits dérivés et la gestion de trésorerie. Une différence essentielle avec les pensions et les prêts de titres est que les prêts sur marge ne nécessitent généralement pas le transfert ou le nantissement de collatéral supplémentaire.	Sur mesure

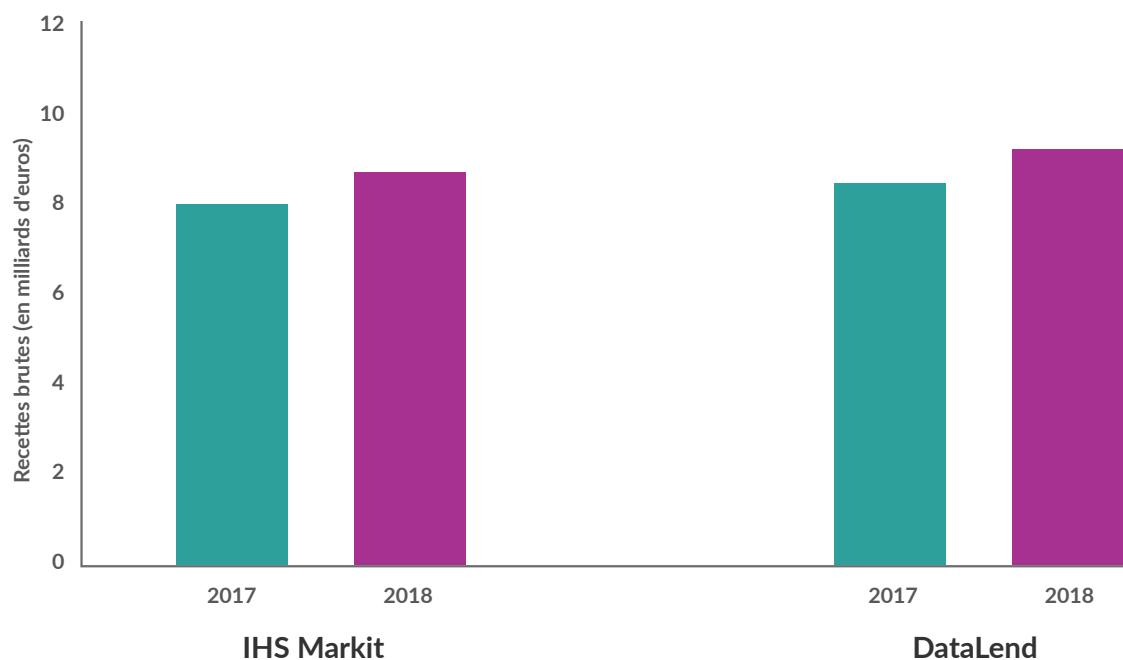
3. Qui Utilise le Prêt/Emprunt de Titres et Pourquoi

Au niveau mondial, la valeur des opérations de prêt/emprunt de titres en cours est en moyenne d'environ 2,2 trilliards d'euros*.

Plus de 17 000 milliards d'euros de titres sont actuellement mis à disposition dans le cadre de programmes de prêt de titres**. Les prêts de titres ont généré environ 8,9 milliards d'euros de commissions brutes pour les investisseurs institutionnels et leurs prestataires de services d'agent prêteur en 2018, selon les fournisseurs de données du secteur. (Voir Figure 3).

Il y a trois ou quatre intermédiaires dans la plupart des opérations de prêt de titres, avec des variations qui peuvent ajouter ou soustraire des acteurs en fonction de l'inclusion de prestataires de services.

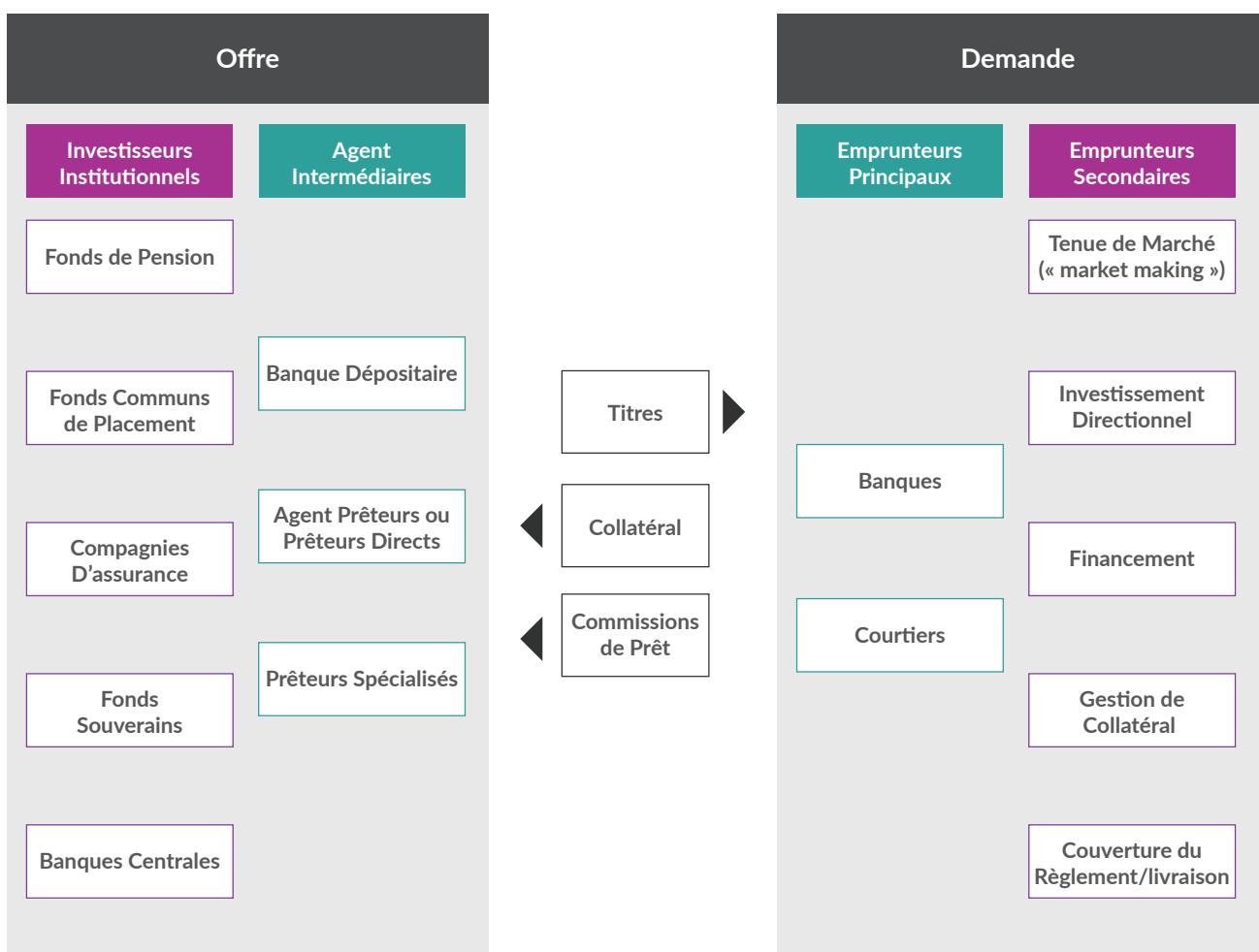
Figure 3 - Revenus bruts du secteur du prêt/emprunt de titres (investisseurs institutionnels et agents prêteurs)



* Source: FIS Astec Analytics

** Données à partir de Décembre 2018

Figure 4 – Chaîne de valeur du prêt/emprunt



Les investisseurs prêtent des titres pour générer des revenus "au juste risque" qui aident à payer les retraites, à réduire les coûts d'assurance et contribuent à réduire les coûts globaux de la gestion des actifs.

Les emprunteurs empruntent des titres pour un grand nombre de raisons.

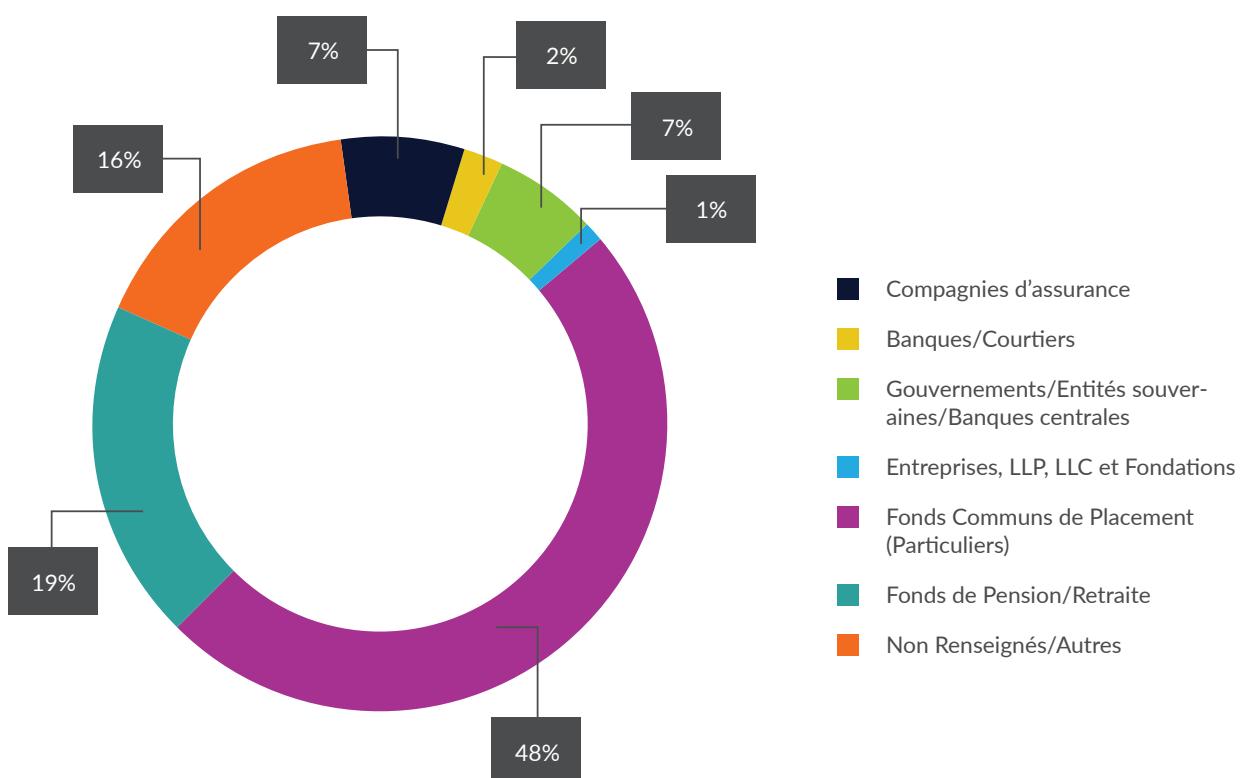
3.1 Investisseurs Institutionnels

La chaîne de valeur de base commence avec l'investisseur institutionnel, qui, en tant que propriétaire bénéficiaire d'un titre, a le droit légal de le prêter. En dernier ressort l'institution est responsable du risque de la transaction, le montant du collatéral détenu et certaines protections offertes par les prestataires de services permettant d'en diminuer l'ampleur. Il existe plus de 20 000 fonds institutionnels de différents types prêtant des titres sur le marché mondial, y compris des fonds de pensions, des fonds souverains (SWF), des entreprises, des compagnies d'assurance, des OPCVM et des ETFs. Près de la moitié des actifs pouvant

être prêtés dans le monde provient de fonds communs de placement et de fonds détenus par des particuliers, 19 % proviennent de fonds de retraite (voir figure 5). Toutefois, cela ne correspond pas nécessairement aux types d'acteurs qui prêtent le plus d'actifs. Certains investisseurs institutionnels sont des prêteurs actifs dont la plupart des portefeuilles sont disponibles à tout moment, tandis que d'autres sont engagés de manière plus sporadique ou pour des portions limitées de leur portefeuille. D'autres ont des limites réglementaires sur la part de leur portefeuille qu'ils peuvent prêter à tout moment, ou des politiques internes

qui imposent des restrictions à l'activité de prêt. En outre, la législation visant à renforcer la protection des investisseurs particuliers a entraîné des contraintes sur le montant et le type de prêt/emprunt de titres que certains fonds peuvent effectuer. Alors que l'ISLA continue de travailler avec les décideurs politiques et les régulateurs concernés, ce sujet a créé des opportunités pour d'autres types d'institutions, notamment les fonds souverains, qui ont vu des niveaux disproportionnés de demande d'emprunt de leurs titres, en particulier sur certains marchés obligataires.

Figure 5 - Actifs prêtables par type de fonds



Source: IHS Markit, Décembre 2018

3.2 Agents Prêteurs Intermédiaires

Un investisseur institutionnel peut prêter ses titres en utilisant un département interne ou, plus probablement, désigner un agent prêteur pour prêter en son nom. L'institution donne au prêteur mandataire un mandat omnibus (autorité permanente) pour prêter ses titres et l'agent est responsable de prêter à la meilleure combinaison de taux, de durée et de collatéral disponible sur le marché. L'agent suit et supervise la livraison des

titres prêtés et procède à des rappels de titres si nécessaire (par exemple, pour satisfaire une vente sur le marché au comptant). Les agents prêteurs peuvent faire partie d'une banque dépositaire (agent prêteur dépositaire) ou être affiliés à une banque, une institution ou un fournisseur spécialisé (tiers ou agent prêteur non dépositaire). Le mécanisme de tarification typique des agents prêteurs est le partage des commissions. Bien qu'il n'entre pas

dans le cadre de ce guide de discuter ou de recommander un niveau de partage, les pratiques actuelles du marché suggèrent qu'un propriétaire bénéficiaire reçoit environ 80-90 % des revenus bruts des prêts. La répartition des commissions est basée sur divers facteurs, notamment la taille du portefeuille à prêter, la valeur de ses actifs sur le marché du prêt/emprunt et l'impact potentiel, pour l'agent prêteur, de l'activité et du portefeuille de son client sur son bilan.

Indemnisation

Un service important offert par les agents prêteurs est l'indemnisation de la défaillance de la contrepartie, une forme de police d'assurance. En cas de défaillance, l'agent, agissant au nom du client prêteur, prend immédiatement le contrôle de la totalité du collatéral déposé par la contrepartie défaillante. Dans le cas d'un collatéral non monétaire, il vendra généralement les titres donnés en garantie et utilisera le produit de cette vente pour racheter et reconstituer la position prêtée. Dans le cas d'un collatéral en numéraire, l'agent liquidera les actifs du portefeuille de réinvestissement du collatéral, utilisant à nouveau le produit de la vente pour racheter et reconstituer la position prêtée. Dans les deux cas, si le collatéral est insuffisant pour couvrir le coût total de l'achat des titres permettant de reconstituer la position prêtée, l'indemnisation de l'agent peut être demandée pour couvrir le déficit restant.

L'indemnisation a souvent été adossée à la répartition des commissions de l'agent prêteur, bien que Bâle III et les coûts réglementaires connexes signifient que l'indemnisation peut désormais être mentionnée séparément. L'indemnisation n'est pas nécessairement requise pour qui veut prêter des titres, mais la plupart des prêteurs faisant appel à des agents préfèrent en bénéficier. En novembre 2018, le cabinet de conseil Finadium a constaté que 83 % des fonds de pension et des fonds souverains déclaraient que l'indemnisation était un élément important de leur programme de prêt de titres.

Il est important que les investisseurs institutionnels réalisent que, dans la plupart des cas, l'indemnisation ne s'applique qu'à la défaillance de la contrepartie, et non à la détention de collatéral non monétaire, ni au réinvestissement de collatéral monétaire. Dans certains cas, les agents prêteurs ont également indemnisé des mises en pension (repo) du collatéral réinvesti, mais ce n'est pas une pratique généralisée. L'absence de protection par indemnisation du collatéral monétaire a pris certaines institutions au dépourvu pendant la crise financière mondiale et a conduit à plus de vigilance sur les contraintes de réinvestissement.

Lorsque l'on fait appel aux services d'un agent prêteur, le processus de prêt de titres doit être transparent pour l'institution. L'agent est responsable de toutes les activités commerciales et opérationnelles. Toute vente de titre prêté génère une notice de rappel auprès de l'agent. Toutes les opérations sur titres et tous les dividendes sont notifiés et produisent les mêmes effets que si les titres n'avaient pas été prêtés. Le seul droit qui ne peut être garanti est le droit de vote. Pour pouvoir voter, les titres doivent être rappelés à l'avance afin de s'assurer que le prêteur est le détenteur effectif à la date d'enregistrement.

3.3 Emprunteurs

Les emprunteurs de titres sont pour la plupart des grandes banques et des courtiers, y compris bon nombre des mêmes banques qui offrent des services d'agent prêteur aux institutionnels. Les investisseurs institutionnels ont toujours préféré prêter uniquement aux grandes banques et à leurs filiales, car l'exposition au risque de crédit des banques est à la fois faible et bien comprise par le marché. Certains établissements sont également disposés à prêter à des banques et à des courtiers plus petits, mais ces prêteurs représentent un pourcentage plus faible du marché. Le marché du prêt/emprunt de titres compte environ 200 emprunteurs dans le monde.

Les raisons d'emprunter des titres se répartissent en cinq grandes catégories:

- Pour aider le processus de règlement/livraison à prévenir ou à remédier à un échec de livraison. L'obligation de trouver un titre peut être générée par des vendeurs à découvert qui ont besoin d'emprunter des titres pour les livrer, ou par des teneurs de marché obligés de coter des prix à l'achat et à la vente mais qui n'ont pas forcément l'inventaire pour livrer.

- Pour obtenir des titres qui peuvent être déposés en collatéral d'autres types de transactions et qui ne font pas partie du portefeuille de l'emprunteur. Le prêt/emprunt de titres est un élément clé dans la mobilisation de collatéral, y compris HQLA. C'est un élément important pour faciliter la stabilité financière globale, car les banques et les autres entités soumises à une réglementation prudentielle cherchent souvent à emprunter des actifs de haute qualité et à faible risque.

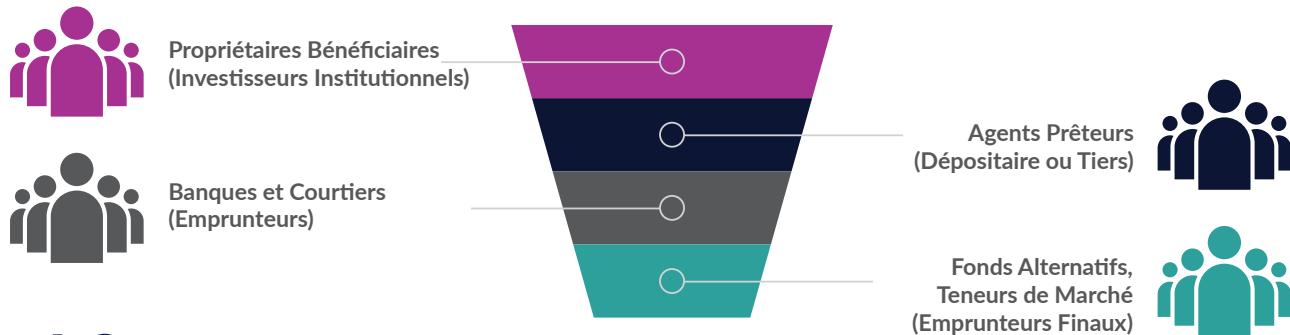
- Pour obtenir le bénéfice des droits attachés à la propriété d'un titre en cas d'opération sur titre, incluant les dividendes optionnels et les émissions de droits préférentiels.
- Pour recevoir des liquidités afin de les réinvestir dans d'autres investissements à court terme, tout en conservant l'exposition de marché aux titres prêtés.
- Pour renforcer le bilan d'une banque en obtenant des actifs HQLA en échange d'actifs de moindre qualité.

Lorsqu'elles empruntent pour le compte d'un fonds d'investissement alternatif (AIF) en tant que prime broker pour

des besoins de règlement/livraison, les banques agissent en principal entre les prêteurs institutionnels et les fonds alternatifs. Dans ce cas, l'intermédiation de crédit est un service important fourni par les prime brokers. Ce n'est que récemment que certains institutionnels ont envisagé de prêter sur la base de la qualité de crédit d'un fonds alternatif, préférant la qualité de crédit et les notations généralement plus élevées d'une banque ou d'un courtier. En outre, de nombreux fonds alternatifs n'ont pas de notation de crédit indépendante identifiable, notation que de nombreux prêteurs recherchent dans le cadre des diligences réglementaires.

L'activité de prêt/emprunt dépend de la demande des emprunteurs finaux de titres, qu'il s'agisse de fonds alternatifs, de banques ou de courtiers pour leurs propres besoins. S'il n'y avait pas d'obligation de couvrir des échecs de livraison, causés soit par des activités de tenue de marché, soit par une vente à découvert, soit pour assurer un niveau de HQLA adéquat au bilan, alors aucune activité n'aurait lieu. Les prêteurs et leurs agents doivent attendre la demande du marché ; il s'agit d'un marché essentiellement dirigé par les emprunteurs.

Figure 6 - Participants au marché traditionnel du prêt/emprunt de titres



4. Accords-Cadres

Les accords-cadres offrent aux participants du marché la possibilité d'entrer dans des transactions bilatérales qui reflètent des fondations légales et commerciales communes. En adoptant ces normes, les acteurs du marché peuvent accroître la sécurité juridique et réduire les risques juridiques résiduels. L'ISLA fait depuis longtemps la promotion d'accords-cadres pour l'industrie, soutenant à la fois le principal accord-cadre de prêt/emprunt de titres (GMSLA), tout en procédant à des mises à jour périodiques et à un travail d'analyse de l'applicabilité sur les multiples marchés.

4.1 Modèle de Transfert de Propriété

Le modèle de prêt/emprunt de l'EMEA est généralement basé sur la livraison de collatéral avec transfert de propriété complet, où le prêteur détient la propriété légale des titres qui sont reçus en garantie de l'emprunteur.

Le Global Master Securities Lending Agreement (GMSLA) a été élaboré il y a une trentaine d'années, lorsque l'environnement juridique pour la prise et l'exécution de sûretés sur du collatéral en titres ou en espèces était très fragmenté. Les différents pays avaient leurs propres règles et procédures, souvent très différentes, pour la prise de garanties ; il y avait souvent un coût sous la forme d'un droit de timbre. Les procédures exigeaient souvent que chaque mouvement individuel de collatéral soit enregistré ; et les règles d'exécution en cas de manquement obligeaient fréquemment à saisir la justice.

La structure GMSLA de transfert de propriété a été développée en réponse à ces problèmes. Son mécanisme de base est simple : la propriété des titres prêtés est transférée à l'emprunteur, la propriété du collatéral est transférée au prêteur ; et en cas de défaillance, les obligations de restitution des titres prêtés et du collatéral sont accélérées et évaluées, les valorisations de ces deux obligations sont compensées l'une par rapport à l'autre pour déterminer un montant net dû par une partie à l'autre. Comme le prêteur est généralement sur-collatéralisé, la valeur nette est généralement due par le prêteur à l'emprunteur et correspond en gros à l'excédent de la valeur du collatéral sur la valeur des titres prêtés.

Cette structure GMSLA de transfert de propriété est conditionnée à la possibilité légale d'effectuer une compensation dans la juridiction de la partie défaillante.

Si la faisabilité de la compensation était plus limitée dans les premiers temps du GMSLA, le paysage juridique a changé au fil des ans et la compensation est maintenant reconnue par les juridictions du monde entier.

En raison de la sur-collatéralisation généralisée en faveur du prêteur, l'emprunteur est exposé au risque du prêteur et, bien entendu, le GMSLA contient un mécanisme d'appels de marge pour préserver la sur-collatéralisation du prêteur et l'exposition de l'emprunteur.



4.2 Modèle de Garantie par Nantissement

Aujourd’hui, non seulement l’environnement juridique relatif à l’existence de mécanismes de compensation a considérablement changé, mais la législation en Europe a mis en place un environnement propice à la prise et à l’exécution de garanties sur les titres et le numéraire. À tel point que bon nombre des difficultés initiales liées à la gestion et à l’exécution du collatéral ne sont plus le problème qu’elles étaient auparavant. Constituer et faire valoir une sûreté sur du collatéral en titres ou en numéraire est devenu relativement simple en Europe.

Dans le cadre d’un accord de nantissement, la garantie est fournie par le biais d’une sûreté. Le collatéral est normalement détenu dans les livres d’un agent tripartite au nom de l’emprunteur, mais avec une sûreté de nantissement au bénéfice du

prêteur. Étant donné que la pleine propriété juridique du collatéral n'est pas transférée entre l'emprunteur et le prêteur, les accords de collatéralisation par nantissement sont traités différemment d'un transfert de propriété dans le bilan et le calcul des actifs pondérés (RWA). Par conséquent, un emprunteur peut constater un résultat différent lorsqu'il évalue ses contraintes prudentielles.

Dans certaines circonstances, les prêteurs comme les emprunteurs semblent privilégier le modèle du nantissement par rapport au transfert de propriété. Les emprunteurs apprécient le coût réduit du bilan, qui reste un moteur de la prise de décision dans une institution financière.

Pour les prêteurs, d’autres avantages peuvent en découler, notamment une meilleure marge de protection (« haircut

»), des exigences réglementaires plus légères en matière de déclarations et des commissions potentiellement plus élevés. L'ISLA a élaboré une nouvelle norme de marché GMSLA (Security Interest Over Collateral). Elle peut être utilisée par deux parties qui prennent des garanties sous forme de sûreté.

Le tableau suivant (figure 6) résume certaines des principales différences entre le GMSLA par nantissement et le GMSLA 2010. Cette liste ne se veut pas exhaustive et ne doit pas être interprétée comme un avis juridique. Tous les participants de marché doivent prendre un avis juridique indépendant avant de conclure toute forme d'accord contractuel.

Pièce 6 - Principales différences entre le GMSLA par Nantissement et le GMSLA 2010

Poste	GMSLA par Nantissement	2010 GMSLA
Rôles des parties	Une partie est prêteur et l'autre est emprunteur.	Chaque partie peut être prêteur ou emprunteur dans le cadre de l'accord.
Dépôt de collatéral	L'emprunteur fournit le collatéral en le transférant sur le compte nanti. Dans le cadre de la structure de nantissement GMSLA d'ISLA, le collatéral est déposé au moyen d'un accord tripartite.	L'emprunteur remet le collatéral par transfert de propriété au prêteur.
Évaluation de la valeur du collatéral	La valeur du collatéral déposé est déterminée dans le cadre de la clause de contrôle du contrat, en ajustant à la valeur de marché pour tenir compte des marge de protection (« haircut ») dans le calcul de l'appel de marge.	La valeur du collatéral dont la propriété a été transférée est ajustée à la valeur de marché pour le calcul des appels de marge.
Gestion du collatéral	Le montant de collatéral nécessaire est calculé sur une base agrégée pour toutes les transactions effectuées dans le cadre du GMSLA de nantissement.	Les parties peuvent choisir d'effectuer le calcul de la marge sur une base agrégée ou opération par opération.
Paiements manufacturés sur Le collatéral	Le prêteur n'est pas tenu de transférer les intérêts ou autres distributions reçus sur le collatéral car celui-ci est sur le compte de l'emprunteur, qui recevra donc directement les distributions.	Le prêteur est tenu d'effectuer des paiements manufacturés au titre des intérêts et autres distributions reçues sur le collatéral.
Paiements manufacturés sur les titres prêtés	L'emprunteur est tenu d'effectuer des paiements manufacturés sur les titres prêtés pendant la durée du prêt concerné.	L'emprunteur est tenu d'effectuer des paiements manufacturés sur les titres prêtés pendant la durée du prêt concerné.
Résiliation	Si un événement de défaut se produit et persiste dans le temps, sans que la contrepartie non-défaillante n'ait notifié d'évènement de défaut à la partie défaillante, le prêteur a le droit d'accélérer les prêts. La partie non-défaillante peut préférer utiliser cette possibilité pour provoquer l'échange des titres et des espèces plutôt que d'effectuer une compensation de clôture et de payer ou recevoir le montant net de la résiliation.	Pas de provision équivalente puisqu'en cas de défaut le prêteur a le droit inconditionnel de disposer du collatéral.
Garanties de l'emprunteur	L'emprunteur déclare qu'il a le pouvoir et l'autorité d'autoriser le nantissement. Il est le propriétaire effectif du collatéral déposé sur le compte de nantissement, le prêteur reçoit une sûreté valide de premier rang sur le collatéral déposé, exception faite de toute sûreté subordonnée qui est généralement imposée à tous les titres sujets à compensation.	Aucune clause équivalente puisqu'elle porte spécifiquement sur le nantissement.

5. Prêt/Emprunt de Titres et Gestion des Risques

La collatéralisation du prêt de titres, combinée à de solides procédures quotidiennes de valorisation au prix du marché (« mark-to-market ») et à des cadres juridiques éprouvés, font du prêt/emprunt une activité à risque relativement faible. Toutefois, il existe des risques dont les acteurs du marché doivent être conscients lorsqu'ils exercent une activité de prêt/emprunt. Ces risques doivent être compris, quantifiés et atténués dans la mesure du possible. Comme pour toutes les stratégies et activités d'investissement, le prêt/emprunt peut comporter certains risques potentiels.

Le tableau suivant décrit les principaux types de risques liés à l'activité de prêt de titres, ainsi que les moyens de gérer ou d'atténuer chacun d'entre eux grâce à une surveillance efficace, au travers de contrats, de procédure d'indemnisation, de spécifications précises en matière de collatéral, ainsi que de contrôles et d'audits internes, pour ne citer que quelques éléments.

Type	Description
Risque de l'emprunteur Le risque que l'emprunteur fasse défaut sur le prêt (par exemple, l'emprunteur devient insolvable et n'est pas en mesure de restituer les titres).	Le prêteur doit évaluer les contreparties à qui il est prêt à prêter et le montant qu'il est prêt à leur prêter et ajuster le montant de collatéral requis en conséquence.
Risque de collatéral Le risque que la valeur du collatéral tombe en dessous du coût de remplacement des titres prêtés. Si cela se produit ET que l'emprunteur ne restitue pas les titres prêtés, le prêteur subira une perte égale à la différence entre les deux.	<p>Etablir des règles régissant la constitution du collatéral peut être complexe et il est conseillé aux prêteurs d'en discuter avec leur agent ou conseiller. La politique d'éligibilité du collatéral d'un prêteur aura une incidence sur les rendements réalisables (plus la politique est permissive, plus le rendement est élevé). Les principales questions à prendre en compte sont les suivantes :</p> <p>Quel type de collatéral est acceptable? Les prêteurs doivent réfléchir aux types de collatéral qu'ils sont prêts à accepter.</p> <p>Quelle quantité des différents types de collatéral est acceptable? Les prêteurs doivent fixer des limites aux montants d'obligations ou d'actions reçues en collatéral pour éviter de se retrouver avec une concentration d'un type de collatéral qui pourrait s'avérer plus difficile à vendre.</p> <p>Quel est le niveau de surcollatéralisation requis? Il est courant pour un prêteur d'exiger un montant de collatéral plus élevé que la valeur des titres prêtés. Le prêteur doit décider de la marge de sécurité requise (« haircut »).</p> <p>En définissant ces politiques, le prêteur et l'agent doivent tenir compte de facteurs techniques tels que la liquidité (c'est-à-dire la facilité avec laquelle le collatéral peut être vendu à sa juste valeur), et les corrélations de prix entre les titres prêtés et ceux constituant le collatéral (est-ce que la valeur du collatéral évolue dans le même sens que celle des titres prêtés).</p>

Type**Description**

Risque lié au collatéral monétaire
Le risque que le prêteur subisse une perte sur le réinvestissement du collatéral monétaire.

Lorsqu'un prêteur accepte du collatéral monétaire, celui-ci doivent être réinvestis pour générer un rendement. Le prêteur doit s'assurer que les choix d'investissement régissant ces placements sont parfaitement maîtrisés et offrent un niveau de risque et de rendement acceptables. Les prêteurs doivent être conscients du risque de liquidité inhérent au placement du collatéral monétaire, si les investissements doivent être liquidés à court terme pour restituer le collatéral. Cette question sera probablement sous la responsabilité de quelqu'un ayant des connaissances et une expérience en matière de gestion de portefeuille.

Règlement/livraison

Le risque que les titres prêtés soient livrés à l'emprunteur avant que le collatéral ne soit reçu.

Pour éviter ce risque, les prêteurs peuvent envisager de demander à recevoir le collatéral un jour avant le règlement/livraison des titres prêtés. À la maturité de ce prêt, les prêteurs doivent s'assurer que leurs titres sont restitués avant ou en même temps que le collatéral est restitué à l'emprunteur.

Risque opérationnel

Cela couvre les questions de risque opérationnel au jour le jour, telles que:

Que se passe-t-il si les actions vendues sont rappelées tardivement ?

Que se passe-t-il si le prêteur ou son agent ne réclame pas un dividende ou un autre droit ?

Il est important que le prêteur clarifie avec l'agent s'il porte la responsabilité des risques opérationnels et dans quelles circonstances, le cas échéant, il ne la porte pas. Si le prêteur pratique directement une activité de prêt/emprunt, des procédures solides doivent être déployées pour se protéger des risques opérationnels.

Risque juridique

Le risque que l'accord juridique du prêteur n'offre pas une protection complète en cas de défaillance de l'emprunteur.

Les prêteurs doivent revoir leurs contrats (généralement un contrat de délégation de prêt/emprunt de titres signé avec leur agent, et le contrat que l'agent signe avec l'emprunteur). Ce dernier doit se conformer à la documentation standard communément utilisée sur le marché. En cas de doute, il est recommandé au prêteur de demander l'avis d'un professionnel.

Autres risques

Il convient de tenir compte d'autres risques non financiers, tels que les risques éthiques ou de réputation qui peuvent parfois résulter d'une activité financière.

Les prêteurs doivent examiner si le prêt/emprunt de titres est compatible avec leurs politiques et leurs objectifs d'investissement.

6. Autres Voies d'Accès au Marché

Les prêts/emprunts entre investisseurs institutionnels, agents prêteurs et banques ne constituent pas le seul modèle d'opérations de prêt de titres.

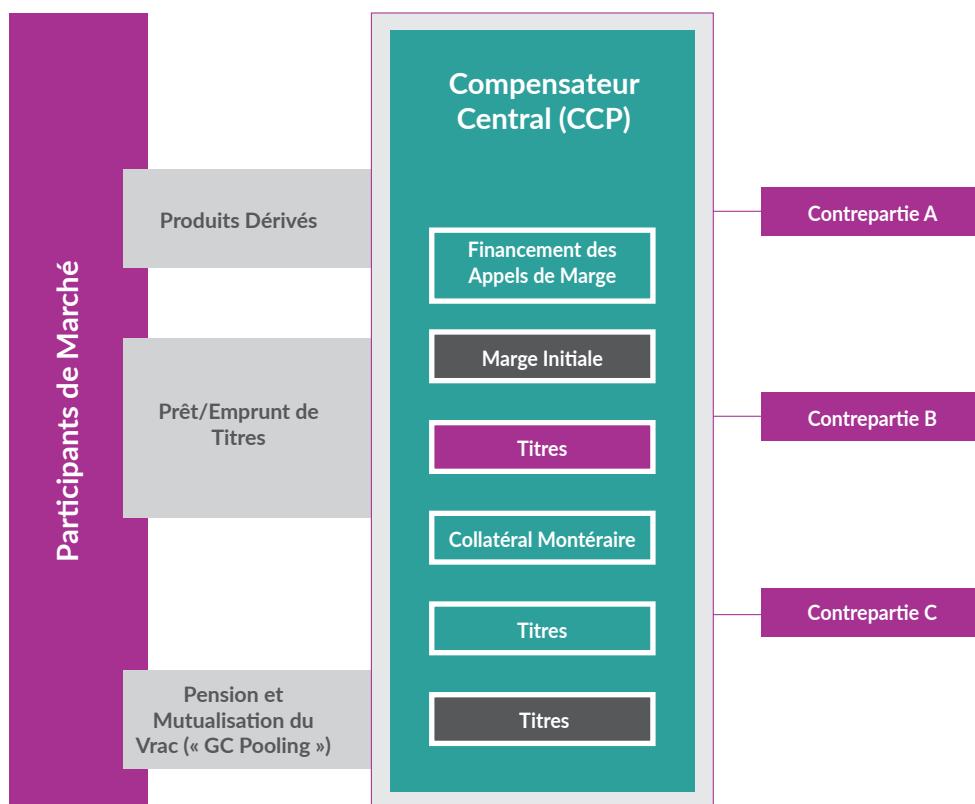
6.1 Compensation Centrale

Le concept de contrepartie centrale (CCP) pour le prêt de titres a gagné en popularité au cours de la dernière décennie en raison des pressions réglementaires sur les bilans des banques (voir Figure 7). Une CCP est une infrastructure de marché qui assume la responsabilité de chaque transaction par le biais d'un processus appelé novation : la CCP devient

l'acheteur pour chaque vendeur et le vendeur pour chaque acheteur. Dans une transaction face à une CCP, les emprunteurs sont en mesure de réduire la consommation de leurs fonds propres prudentiels, grâce au bénéfice de la pondération de risque de 2 % de la contrepartie centrale associée à la possibilité de compensation. Les prêteurs pourraient un jour espérer

que les prix soient plus favorables face à une contrepartie centrale en raison du plus faible coût en capital pour l'emprunteur, mais cette amélioration de prix n'a pas encore été observée. La compensation centrale devrait devenir une évolution importante du marché du prêt/emprunt, même si elle ne s'applique qu'à un sous-ensemble de transactions.

Figure 7 - Solutions intégrées de compensation par CCP pour le financement des titres et la gestion du collatéral



6.2 Prêt/Emprunt Direct, y compris Pair à Pair (« Peer-to-Peer »)

En raison des différences régionales en matière de réglementation, de politiques de collatéral et de structure de marché, certaines compartiments du marché européen du prêt/emprunt utilisent un modèle direct (il existe de nombreux exemples d'institutions qui prêtent directement aux emprunteurs sans recourir aux services d'un agent prêteur). La popularité du prêt/emprunt direct est particulière à l'Europe ; en Amérique du Nord et en Asie, le modèle est basé sur les services d'un agent prêteur, le prêt/emprunt direct est une exception.

Le prêt/emprunt direct fait apparaître de nouvelles nuances avec la croissance de place de marchés qui pratiquent une mise en relation directe, pair à pair, ou entre n'importe quels participants sans distinction. Ces places de marché électroniques permettent aux prêteurs de liquidités et de titres de rencontrer les emprunteurs avec ou sans intermédiation bancaire. Bien que de

telles transactions existent depuis des décennies, l'activité connaît une nouvelle évolution, car les principaux prestataires de services commencent à offrir des lignes de produits organisées et structurées. Ces plateformes remettent en question les idées actuelles sur la notion de contrepartie acceptable et créent des opportunités de génération de revenus et de création de nouveaux produits.

L'une des clés de la croissance de ces marchés (direct, pair à pair et mise en relation généralisée) est la disponibilité de capacité bilantielle chez l'emprunteur, qui a pour conséquence une extension ou contraction de l'intermédiation de crédit. Une disponibilité abondante de fonds propres chez les banques augmentera leur capacité à effectuer des transactions sur le marché du prêt/emprunt de titres, réduisant de ce fait les opportunités pour les emprunteurs non bancaires.

Si les banques ne peuvent plus emprunter en raison de contraintes de bilan, ou si elles sont obligées de prêter à des taux élevés, alors les prêteurs et les emprunteurs non bancaires vont entrer en relation directement. L'idée d'éliminer la fonction d'intermédiation d'une banque et de capturer des revenus supplémentaires peut sembler attrayante, mais y parvenir nécessite une analyse approfondie. Les prêteurs peuvent vouloir conserver l'indemnisation des agents prêteurs, et les agents et leurs clients peuvent avoir des opinions différentes sur les contreparties acceptables. Les agents prêteurs peuvent également rencontrer des difficultés à indemniser un petit fonds d'investissement non noté. Cela pourrait également limiter la croissance du marché ou entraîner des coûts plus élevés pour les institutions qui souhaitent s'engager dans cette voie.

7. Apport du Prêt/Emprunt de Titres aux Marchés Financiers

Le prêt/emprunt contribue directement à l'efficacité du marché et aide à la gestion des liquidités sur les marchés internationaux concurrentiels. Bien que le prêt de titres ait vu le jour à l'époque des certificats papier et des difficultés de règlement/livraison (échec ou livraison partielle), il a conservé un rôle essentiel dans la fluidité des opérations des banques et des courtiers leur permettant de faire face à leurs obligations de règlement/livraison. En contribuant à la liquidité du marché et à l'efficacité opérationnelle, les opérations de prêt/emprunt contribuent à créer un marché fiable, fonctionnel et transparent.

Les prêts de titres sont essentiels pour soutenir le financement des marchés des capitaux dans l'Union européenne (UE), y compris le projet plus ambitieux de l'Union des marchés des capitaux (UMC). La nature et la forme du prêt/emprunt de titres lui permettent de jouer un rôle à plusieurs niveaux sur les marchés au sens large, qu'il s'agisse de permettre l'efficacité des activités de tenue de marché, ou de participer à la mise en œuvre de la politique monétaire.

Le prêt/emprunt de titres permet aux banques et autres institutions de remplir leurs obligations en tant que teneurs de marché pour les obligations et les actions, en leur permettant un accès facilité à des titres qu'ils ne détiennent pas nécessairement.

L'apport de liquidité sur le marché secondaire contribue à l'efficacité globale du marché et à la formation effective des prix pour les investisseurs institutionnels.

Il est également reconnu depuis un certain temps que, dans le cadre plus large de la gestion collective, la vente à découvert joue aujourd'hui un rôle important sur le marché. Dans le cadre de ce qui est maintenant une activité bien réglementée, le prêt/emprunt de titres fournit la liquidité et l'accès aux titres nécessaires pour permettre à ce volet des marchés de capitaux de se développer.

D'un point de vue prudentiel, il s'agit d'un outil essentiel utilisé par les institutions financières de l'UE pour faire face à leurs exigences

réglementaires, ce qui contribue à la fois à la gestion et à la réduction du risque systémique. La législation européenne exige à juste titre que les banques et les autres acteurs du marché couvrent les risques en "collatéralisant" leurs expositions aux contreparties tierces.

Les exigences de marges bilatérales obligatoires prévues par le règlement EMIR pour les produits dérivés de gré à gré en sont le meilleur exemple. En termes de législation prudentielle, les banques sont incitées à détenir des titres de qualité, tels que des obligations d'État, pour assurer leur propre stabilité financière. Le ratio de couverture des liquidités (LCR) imposé aux banques dans le cadre du régime du risque de contrepartie (CCR) en est un exemple. Le prêt/emprunt de titres permet aux participants d'accéder aux titres dont ils ont besoin pour les aider à satisfaire ces obligations.

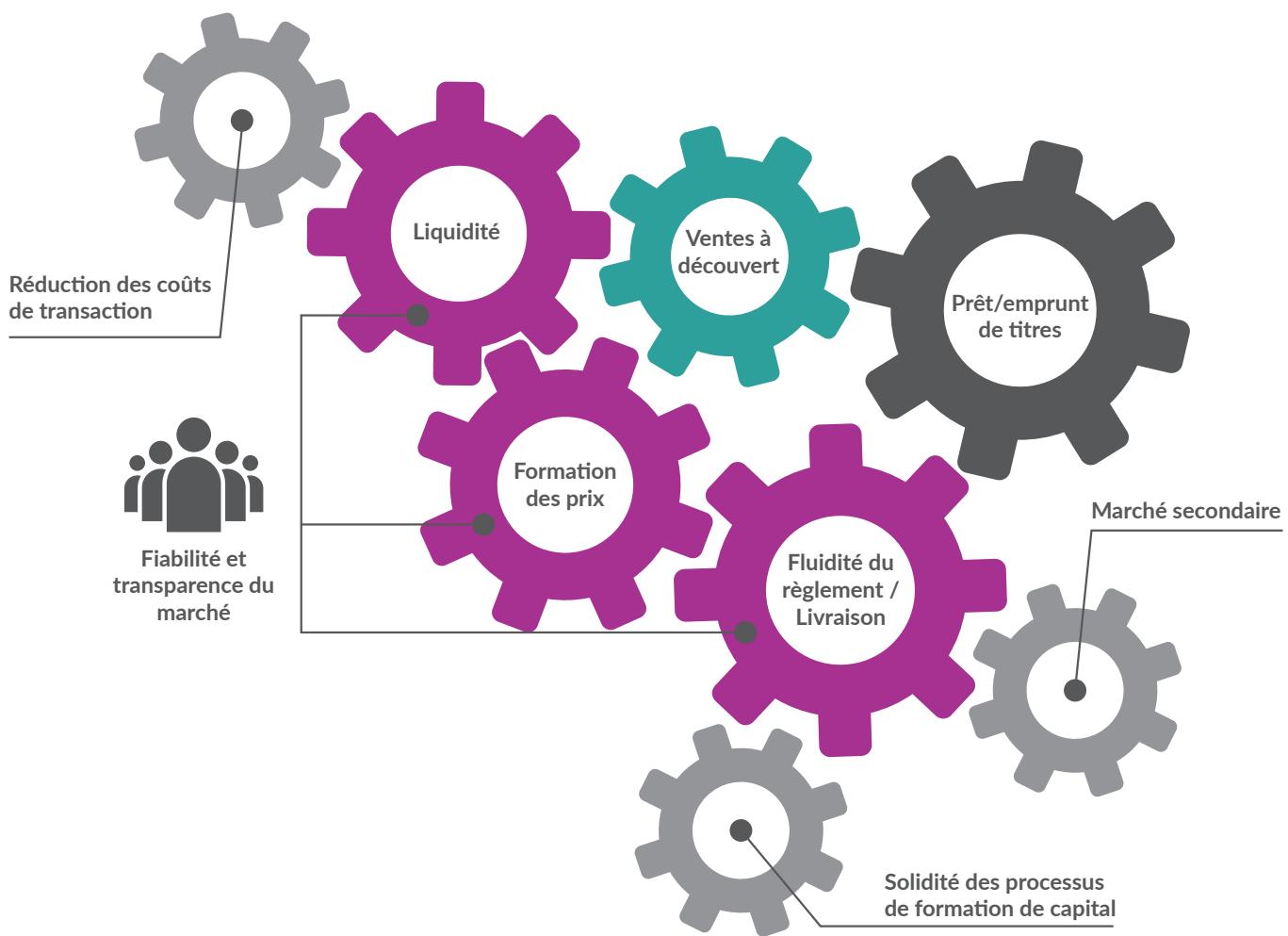
Il peut également jouer un rôle important dans la réduction des risques opérationnels et des frictions au sein du système, en contribuant à réduire l'incidence des échecs de règlement/livraison. Lorsqu'un participant au marché a connaissance de l'échec imminent dans le règlement d'une transaction, il peut emprunter des titres à court terme pour couvrir ses obligations.

Pour les investisseurs institutionnels, y compris les petits investisseurs et les retraités, le prêt/emprunt de titres peut fournir des revenus supplémentaires. En prêtant des titres, les investisseurs perçoivent une commission en retour, qui est soit versée directement à l'investisseur final, soit utilisée pour réduire les frais de gestion de ce dernier. À cet égard, il peut être également utilisé comme un moteur pour soutenir l'augmentation de la participation des particuliers aux marchés des capitaux.

L'émergence de produits d'investissement à très faible coût, destinés à une clientèle de particuliers, tels que les trackers sans frais de gestion, est en partie explicable par le fait que les coûts de gestion sont couverts par les revenus du prêt/emprunt de titres.

Lorsqu'il est utilisé de manière appropriée, le prêt/emprunt de titres peut également stimuler la bonne gouvernance d'entreprise, l'une des pierres angulaires du financement durable. En incitant les investisseurs à exiger la transparence sur la manière dont leurs titres sont prêtés et leurs droits de vote utilisés, le prêt/emprunt de titres peut soutenir puissamment la réorientation des investissements vers des activités respectueuses de l'environnement.

Figure 8 - Les prêts/emprunts de titres contribuent à l'efficacité du marché et à la croissance économique



Le bon fonctionnement des marchés des capitaux est directement lié à celui de l'économie réelle. Sans la vente à découvert que le prêt/emprunt permet, des fourchettes achat/vente plus importantes dans les prix de marché auraient pour conséquence une augmentation des prix payés par les investisseurs.

Cela augmenterait également les coûts pour les émetteurs. Les décideurs politiques doivent être conscients des conséquences générales des réglementations existantes et proposées sur la capacité des banques à continuer leurs activités de prêt/emprunt de titres.

8. Génération de Revenus pour l'Épargne Retraite & les Autres Types d'Épargne

La contribution du prêt/emprunt à l'épargne retraite ainsi qu'aux autres types d'épargne doit être considérée comme l'une de ses caractéristiques importantes. Le prêt/emprunt vise à produire un revenu supplémentaire et stable pour les détenteurs d'actifs. Toutefois, il ne faut pas le considérer comme une source d'alpha ou de bêta fondamentale; il s'agit d'un flux de revenus additionnels, qui peut être classé de manière plus appropriée comme "alpha supplémentaire".

En Europe, le prêt/emprunt de titres a généré 2,3 milliards d'euros pour les prêteurs en 2017, et 20% de plus en 2018, selon le fournisseur de données DataLend. La majorité de ces revenus sont reversés directement aux fonds de pension, aux OPCVM et aux fonds d'assurance détenus par les investisseurs institutionnels et les particuliers. Alors que le prêt/emprunt est souvent considéré comme un produit bancaire, la réalité est qu'il s'agit d'abord d'un produit à destination des investisseurs.

Notons qu'il est normal que tous les fonds ne prêtent pas leurs titres, et que tous les portefeuilles ne présentent pas la même valeur pour les emprunteurs sur le marché.

Les institutions et les gestionnaires d'actifs engagent des capitaux parce qu'ils recherchent des rendements proportionnels au risque qu'ils assument.

De même, l'activité de prêt/emprunt est compatible avec le profil risque/rendement de certaines institutions et

pas d'autres. Toutefois, les institutions qui ont choisi de pratiquer cette activité peuvent s'attendre à recevoir des revenus supplémentaires réguliers.

9. Evolution de l'Environnement Réglementaire de l'UE

Au cours des dix dernières années, la réglementation est devenue le facteur le plus important dans le domaine du prêt/emprunt de titres. De Bâle III à MiFID II en passant par le règlement sur les opérations de financement de titres (SFTR), les autorités européennes ont mis en place de nouveaux régimes qui ont réorienté les priorités et même entraîné une réorganisation des processus industriels de base. Les régulateurs et les décideurs politiques connaissent l'impact de leurs réglementations sur le secteur des services financiers en général ; cette section donne un aperçu des impacts spécifiques au prêt/emprunt de titres.

Régulation des Marchés

Règlement sur les Opérations de Financement de Valeurs Mobilières (SFTR)

Par le biais du SFTR, l'UE vise à renforcer la transparence et à permettre aux régulateurs de mieux surveiller les risques en introduisant des exigences de déclaration pour les SFT (« securities finance transaction », opérations de financement collatéralisées).

Ces exigences sont similaires à celles déjà applicables aux transactions sur produits dérivés en vertu du règlement européen sur les infrastructures de marché (EMIR). Le règlement introduit également des limites à la réutilisation du collatéral, non seulement sur le marché du financement des titres, mais aussi sur celui plus large du collatéral. La première phase a débuté en Juillet 2020, initialement prévue en Avril 2020, celle-ci a été retardée pour cause du COVID-19. La phase finale a débuté en Janvier 2021.

Un élément important du règlement est l'obligation de déclarer les transactions et de tenir des registres. L'initiation, la modification ou la résiliation d'une SFT doit être déclarée à un registre centralisé (« Trade Repository ») qui est enregistré ou reconnu conformément au SFTR.

Malgré quelques points de chevauchement avec EMIR et MiFID II/MiFIR, les exigences de déclaration des SFTR sont distinctes. Le règlement comprend plus de 150 champs,

qui ne sont pas tous requis pour chaque transaction, mais qui doivent tous être pris en compte et renseignés. En outre, certains de ces champs n'ont pas été initialement pris en compte par les plates-formes technologiques pour le prêt/emprunt, les pensions ou l'échange de collatéral. Cela a compliqué les efforts pour mettre au point des outils de déclaration et a conduit à un effort coordonné du secteur pour clarifier les procédures de mise en conformité.

Tout comme les exigences de tenue de registre d'EMIR et de MiFID II, les contreparties soumises au SFTR sont tenues de conserver une trace de tout SFT qu'elles ont conclu, modifié ou résilié pendant au moins cinq ans après la fin de la transaction concernée.

Les exigences en matière de tenue de registres s'appliquent depuis le 12 janvier 2015. Les acteurs du marché doivent s'assurer qu'ils ont mis en place des processus appropriés pour la conservation des données, faute de quoi ils risquent de ne pas respecter les exigences réglementaires.

Le SFTR prévoit des contrôles sur la réutilisation des instruments financiers reçus en collatéral dans le cadre d'un "contrat de collatéralisation". Un contrat de collatéralisation est inclus par

référence à tout contrat de garantie par nantissement ou avec transfert de propriété, tels que ceux-ci sont définis dans la directive sur les garanties financières. Le droit de réutilisation du collatéral reçu comme garantie est soumis à au moins deux conditions : a) les risques et les conséquences ont été communiqués par écrit ; et b) le consentement explicite préalable de la contrepartie qui a fourni le collatéral a été obtenu. L'exercice de ce droit de réutilisation est soumis à au moins deux conditions :

(a) la réutilisation est effectuée conformément aux conditions spécifiées dans le contrat de collatéralisation concerné; et (b) les instruments financiers sont transférés du compte de la contrepartie qui fournit le collatéral. Là encore, les participants à un SFT doivent reconnaître ces exigences et en rendre compte.

La directive SFTR a été adoptée dans le droit britannique sous l'European Union (Withdrawal) Act de 2018 et, grâce à une version retranscrite en loi locale de SFTR qui fait suite à la fin de la période de transition liée au Brexit le 31 Décembre 2020, les établissements basés au Royaume Uni doivent déclarer leurs transactions au SFTs.

Règlement sur les Dépositaires Centraux de Titres (CSDR)

Le CSDR a été publiée au Journal officiel de l'UE le 28 Septembre 2014, et ses dispositions sont généralement entrées en vigueur le 17 Septembre 2014. Les normes techniques réglementaires pour les règles de discipline dans le règlement/livraison ont été adoptées par la Commission européenne (CE) en mai 2018, et après une période d'examen, le RTS a été promulgué en Septembre 2018. Après qu'un grand nombre d'organismes et d'associations de l'industrie ont plaidé pour une révision de certains points techniques de la réglementation, la Commission européenne a recommandé que le Standard Technique (RTS – Regulatory Technical Standards) pour cet élément soit reporté à février 2021. En raison de la pandémie de 2020, de nouveaux retards ont été approuvés par le Parlement et le Conseil, et il entrera finalement en vigueur en février 2022. La question clé concerne les

rachats obligatoires et leur impact négatif potentiel sur la liquidité du marché. Les règles de discipline sur le règlement/livraison de la CSDR s'appliqueront à tous les opérateurs de marché dans le contexte des titres européens, et des dépositaires centraux de titres (DCT) européens. Elles s'appliqueront à toutes les entités commerciales, quel que soit leur domicile, si elles dénouent des transactions sur un CST de l'UE, soit directement, soit par l'intermédiaire d'un agent de règlement ou de compensation.

En ce qui concerne le règlement/livraison des titres, les exigences du CSDR s'appliquent principalement aux valeurs mobilières telles que définies dans MiFID II, aux instruments du marché monétaire, aux parts d'organismes collectifs et aux quotas d'émission qui sont admis à la négociation, négociés sur une plateforme de négociation ou

compensés par une CCP .

Les SFT relèvent du champ d'application de la CSDR, dans le cadre duquel les règles de discipline et les pénalités numéraires s'appliquent à toutes les transactions. Toutefois, des dérogations ont été prévues au régime de rachat obligatoire pour les SFT d'une durée inférieure à 30 jours. e marché a besoin de clarifications supplémentaires pour cette exemption, notamment en ce qui concerne la portée et l'application des rachats automatiques. Les membres de l'ISLA plaident pour que les SFT soient entièrement exclus de cette obligation, faisant valoir que le prêt de titres est en soi un outil utilisé pour prévenir les défaillances de livraison de titres sur le marché. En 2020, le gouvernement britannique a choisi de ne pas adopter le régime de discipline de règlement de la CSDR qui entre en vigueur après la fin de la période de transition.

Financement des Valeurs Mobilières et MiFID II

La directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID II) et la réglementation des marchés d'instruments financiers (MiFIR) ont un impact sur le financement des valeurs mobilières, même s'il y a peu de références directes à cette activité. Ces réglementations, qui sont entrés en vigueur début 2018, codifient davantage les meilleures pratiques et augmentent la transparence. La directive et le règlement incluent toute contrepartie off-shore qui effectue des transactions avec toute entité de l'UE, ce qui a pour conséquence de pousser de nombreux

investisseurs institutionnels non européens à adopter MiFID II et MiFIR comme normes réglementaires.

MiFIR donne aux superviseurs et aux régulateurs le droit d'intervenir sur les marchés dans certaines circonstances pour suspendre la négociation. L'un des déclencheurs spécifiques qui pourrait créer ce scénario serait une activité de prêt/emprunt de titres perçue comme inacceptable ou inhabituelle.

MiFID II a des applications plus immédiates pour le financement des valeurs mobilières. L'exigence

de meilleure exécution, ainsi que la communication des positions de financement de titres aux clients, avec leurs risques, y sont soulignées. Le prêt/emprunt étant un marché sans carnet d'ordres comme une bourse, la notion de meilleure exécution doit être évaluée en termes de contrepartie, de collatéral, de commission et de durée de la transaction. Cela a donné naissance à des politiques diverses au sein des prêteurs et des agents prêteurs, chacun définissant ce qu'est la meilleure exécution et comment elle peut être réalisée dans le cadre de MiFID II.

Règles de Vente à Découvert

Le règlement de l'UE sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur défaut (CDS) est entré en vigueur le 1er novembre 2012. L'objectif de cette législation était d'assurer une plus grande transparence des positions à découvert détenues par les investisseurs, de réduire ou d'éliminer les risques de règlement/livraison liés aux positions à découvert non encore couvertes ou sans couverture, et de donner aux États membres des pouvoirs clairs pour intervenir dans des situations exceptionnelles afin

de réduire les risques systémiques et les risques de marché. En vertu de la législation, toutes les ventes à découvert d'actions et d'obligations d'État doivent être couvertes par un emprunt ou par un accord avec un tiers confirmant la localisation d'une couverture (la vente sans couverture est interdite). Le règlement fixe également des exigences de transparence obligatoires, les positions courtes nettes importantes devant être déclarées à l'autorité nationale compétente (ANC) concernée. Dès juin 2009, l'OICV a noté que "la vente

à découvert joue un rôle important sur le marché pour diverses raisons, comme la formation plus efficace des prix, l'atténuation des bulles spéculatives, l'augmentation de la liquidité du marché, la facilitation des opérations de couverture et autres activités de gestion des risques". Aujourd'hui, la vente à découvert soutenue par la liquidité des marchés de prêt/emprunt fait partie intégrante du paysage de l'investissement, permettant aux investisseurs d'exprimer leur conviction.

Réglementation Bancaire & Prudentielle

Cadre de Bâle

Bâle III est un ensemble de mesures agréées au niveau international, élaborées par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire en réponse à la crise financière de 2007-2009. Ces mesures visent à renforcer la réglementation, la surveillance et la gestion des risques des banques. Comme toutes les normes du Comité de Bâle, les normes de Bâle III sont des exigences minimales qui s'appliquent aux banques actives au niveau international.

La directive sur les fonds propres IV (CRD IV) est un ensemble de textes législatifs de l'UE qui contient

des dispositions prudentielles pour les banques, les sociétés de crédit immobilier et les entreprises d'investissement, et vise à mettre en œuvre l'accord de Bâle III dans l'UE. Ces mesures comprennent des exigences renforcées en matière de qualité et de quantité des fonds propres, les fondations de nouvelles exigences en matière de liquidité et de levier, des règles relatives au risque de contrepartie et des normes macroprudentielles, notamment un volant de fonds propres contracyclique et des réserves de capital pour les institutions d'importance systémique.

Bâle III/ CRD IV ont considérablement changé la façon dont les emprunteurs envisagent certains éléments de leur activité de prêt/emprunt, avec de nouveaux obstacles liés à l'effet de levier, aux exigences minimales de liquidité et aux paramètres plus stricts de risque de contrepartie qui modifient les comportements.

Ratio de Levier (LR)

Dans le cadre réglementaire de Bâle, le ratio de levier financier (LR) est défini comme les fonds propres de catégorie 1 divisés par une mesure non pondérée par le risque du bilan et des engagements hors bilan d'une institution. En Europe, les éléments de bilan et de hors-bilan d'une banque, également appelés "mesure d'exposition", doivent atteindre un minimum de ratio LR de 3 % à tout moment. Les SFT, y compris les opérations de prêt de titres, entrent dans le champ d'application du LR qui agit comme un seuil naturel pour empêcher l'accumulation de levier dans le secteur bancaire.

Le LR complète les autres mesures pondérées par le risque du cadre de Bâle, en fournissant une limite 'dure' supplémentaire simple non affectée par le risque.

L'application du LR combinée à l'impact marginal d'autres indicateurs contraignants en matière de fonds propres, en particulier sur la communauté des emprunteurs, peut parfois avoir un impact significatif sur les volumes de prêt/emprunt et la liquidité globale du marché. Le marché continue à s'adapter pour absorber l'impact de ces contraintes, et pour l'instant l'activité n'est pas affectée.

Néanmoins, à certaines dates particulières, par exemple des dates de clôture fiscale (comme les fins de trimestre) ou aux alentours de celles-ci, le marché peut connaître des périodes de tension.

Étant donné que le rôle des marchés du prêt/emprunt et du collatéral est au cœur du système financier, il est important de surveiller à la fois l'efficacité de cette mesure et les conséquences négatives indirectes mais durables qu'elle peut avoir sur la liquidité du marché.

Ratio de Couverture de la Liquidité (LCR)

Le ratio de couverture de la liquidité (LCR) mesure si une banque dispose d'un HQLA suffisant pour survivre 30 jours à un scénario de stress important sur la liquidité, délai à partir duquel on suppose que les parties concernées pourraient prendre des mesures correctives appropriées.

Le HQLA doit être non grecé et "ne pas être mis en gage pour garantir, nantir ou améliorer le crédit d'une transaction". Le prêt/emprunt et la gestion du collatéral ont un impact négatif sur le LCR, bien que les

institutions aient généralement constaté que le LR est l'exigence la plus stricte. Néanmoins, le LCR exige des déclarations supplémentaires pour les équipes de financement des titres et des demandes occasionnelles de changement de contreparties dans certaines transactions, si les niveaux d'exposition au crédit sont trop élevés. La mise en œuvre du LCR a conduit au développement actif d'un marché de prêt de titres HQLA à terme où les emprunteurs se garantissent des actifs HQLA pour des périodes supérieures

à 30 jours, ces actifs pouvant alors être inclus dans le calcul du LCR des banques. Les exigences du LCR et en particulier la durée minimale de 30 jours de ces transactions peuvent expliquer en partie la baisse de l'appétit pour emprunter du HQLA à des OPCVM, qui ne peuvent généralement pas prêter pour des périodes supérieures à sept jours.

Ratio de Financement Stable Net (NSFR)

Le ratio de financement stable net (NSFR) exige un montant minimum de sources de financement stables dans une banque par rapport à la liquidité des actifs, ainsi que la prise en compte des engagements hors bilan, sur une période d'un an. L'objectif du NSFR est d'encourager l'évaluation du risque de liquidité pour tous les postes de

bilan et de hors-bilan. Le NSFR ajoute des coûts en fonction de types de contreparties spécifiques, et peut créer une pénalité supplémentaire pour des différences actif/passif lorsque des titres sont empruntés à un type de contrepartie avec une durée déterminée et prêtés à un autre type avec une durée différente.

La plupart des banques intègrent désormais le NSFR dans leurs activités de financement de titres. Similaires à celles du LCR, les exigences du NSFR peuvent forcer un changement de contreparties, mais de nouveau le LR reste le facteur le plus sensible.

Régime des Grands Risques

Dans le cadre du régime des grands risques de Bâle III, les banques sont limitées à leur exposition aux autres banques. Par exemple, un agent prêteur global peut avoir une limite d'exposition totale de 15 % à un prime broker sur la totalité de son portefeuille de produits. Dans une relation de ce type, l'indemnisation,

les opérations de change, les produits dérivés de gré à gré et les pensions pourraient constituer la palette de produit concernés par cette limite. Le coût réglementaire de l'indemnisation et la rentabilité du prêt/emprunt doivent être pris en compte dans cette analyse. Si la rentabilité ou l'importance du prêt/emprunt de titres

ne sont pas considérés comme aussi pertinents que celles d'autres produits, alors l'activité de prêt/emprunt subira une réduction de sa ligne de crédit. Les transactions pourront toujours être conclues via des intermédiaires, mais cela augmentera les coûts pour la banque et ses clients.

Marge de Sécurité Obligatoire (« Haircut »)

Le texte 2018 de Bâle III comprenait une norme visant à introduire des décotes obligatoires pour les SFT, y compris pour les opérations de prêt/emprunt dans le cadre des fonds propres bancaires. La CE s'est engagée à la mettre en œuvre dans le cadre de Bâle IV en Europe en 2020.

En 2019, l'Autorité bancaire européenne (ABE), s'appuyant sur ses travaux et sur une analyse antérieure de la CE et de l'ESMA, a recommandé de retarder la transposition des marges de sécurité obligatoires dans l'UE. L'EBA, tout comme la CE dans une évaluation de 2017 sur les décotes minimales, a fait valoir que plus de

données étaient nécessaires pour évaluer l'impact de l'introduction de plafonds minimum pour les décotes de sécurité dans l'UE, et qu'une telle analyse approfondie des données ne pourrait être effectuée qu'une fois que le régime de déclaration du SFTR sera pleinement mis en œuvre.

Directive sur le Recouvrement et la Résolution des Défaillances Bancaires (BRRD)

La directive sur le recouvrement et la résolution des défaillances bancaires confère aux autorités de résolution des pouvoirs étendus dans toute l'Europe pour gérer les institutions financières en faillite. Il s'agit notamment de pouvoirs permettant d'effacer une partie des dettes envers des créanciers, de convertir de la dette en capitaux propres ou d'imposer des suspensions temporaires aux droits de résiliation. La reconnaissance transfrontalière de ces pouvoirs est

inscrite dans le cadre législatif de l'UE. Cependant, il n'existe pas de loi en droit international pour la reconnaissance de l'exercice de pouvoirs gouvernementaux étrangers. Diverses mesures législatives et réglementaires ont été prises pour remédier à cet obstacle potentiel à la résolution d'une entité réglementée, notamment en exigeant des entités réglementées qu'elles prévoient, dans les contrats régis par le droit non communautaire, une clause par

laquelle leurs créanciers acceptent de reconnaître les pouvoirs de résolution de l'autorité compétente.

Pour tenter d'éliminer les droits de résiliation forcée déclenchés par la résolution transfrontalière potentielle des G-SIBS, les autorités de réglementation nationales ont demandé à l'ISLA de modifier les accords-cadres du GMSLA en y ajoutant des dispositions dites de "suspension".

Financement de Titres et Swaps de Rendement Total (TRS)

Depuis 2008, le prêt/emprunt de titres et la gestion du collatéral font partie de la surveillance réglementaire des produits dérivés de gré à gré. Une complication pour le prêt/emprunt est le traitement préférentiel accordé aux transactions sur produits dérivés, selon la méthode des expositions actuelles (« current exposure method », CEM) et l'approche standardisée du Comité de Bâle pour mesurer le risque de crédit (SA-CCR). Ces méthodes incitent les acteurs du marché à remplacer les opérations de prêt/emprunt par des instruments

dérivés économiquement équivalents (« Total Return Swaps ») pour obtenir un meilleur traitement en terme de capital.

Une évolution vers un financement synthétique utilisant des swaps à la place des opérations de prêt/emprunt est déjà manifeste chez les prime brokers. Ces derniers ont encouragé leurs clients à préférer des opérations de swap plutôt que des emprunts physiques lorsque cela est possible, en raison d'un traitement avantageux en capital. Une évolution vers la finance synthétique n'apparaît pas

encore dans les données relatives aux opérations de prêt/emprunt et certaines opérations synthétiques nécessitent encore un emprunt physique pour couvrir la position.

Cependant, les rapports de marché et l'analyse des revenus montrent que les opérations basées sur des swaps imitant les opérations de prêt/emprunt ont augmenté et continueront à augmenter, tant que le traitement réglementaire des SFT ne changera pas pour encourager la transaction physique.

Directives sur la Protection des Investisseurs

Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (UCITS)

La directive sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (UCITS) a été adoptée en 1985 et visait à offrir de plus grandes possibilités commerciales et d'investissement tant aux gestionnaires d'actifs qu'aux investisseurs en créant un marché unique des fonds d'investissement dans toute l'Europe.

Les différentes directives UCITS définissent un cadre réglementaire

harmonisé pour les fonds d'investissement qui lèvent des capitaux auprès du public, et les investissent dans certaines catégories d'actifs, en offrant des niveaux élevés de protection des investisseurs et les fondations d'une distribution transfrontalière de ces fonds. Le cadre UCITS définit clairement certaines responsabilités en matière de prêt/emprunt de titres. Les prospectus des fonds sont tenus de décrire le rôle du

prêt/emprunt dans le contexte des stratégies d'investissement du fonds et des techniques d'optimisation du portefeuille. Un suivi régulier des activités de prêt/emprunt est également exigé dans le cadre des rapports annuels du fonds, et la CE a demandé un examen plus approfondi du niveau et de la proportion des commissions de prêt/emprunt gardées par les gestionnaires d'actifs.

Directive sur les Gestionnaires de Fonds d'Investissement Alternatifs (AIFMD)

La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFMD) est un cadre réglementaire pour les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIF), y compris les gestionnaires de fonds spéculatifs, les sociétés de capital-investissement et d'autres véhicules d'investissement comme les fiducies.

L'objectif premier de la directive est de mettre en place un cadre pour la réglementation et la surveillance des fonds d'investissement, d'accroître la transparence et d'assurer une meilleure protection des investisseurs.

L'AIFMD impose certaines structures opérationnelles, notamment pour les

banques dépositaires, qui peuvent avoir des implications sur la séparation des actifs et la gestion du collatéral reçu des emprunteurs.

10. Règles de Conduite et Gouvernance

Après la crise financière mondiale de 2007-2008, il n'est pas surprenant que les gouvernements aient pris des mesures pour renforcer et développer la surveillance réglementaire des marchés financiers. En Europe, nous avons assisté à la croissance de groupes tels que l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA), les différentes ANC ainsi que le CSF au niveau mondial. À leur tour, les travaux de la communauté des régulateurs ont logiquement conduit à un programme législatif spécifique, les directives MiFID et SFTR modifiant le paysage réglementaire.

Dans ce contexte, nous avons vu l'émergence de plusieurs cadres obligatoires contraignants qui ont été complétés par l'élaboration de divers codes de conduite et de régimes de meilleures pratiques. Dans le même temps, nous avons également assisté à la montée en puissance de l'objectif d'engagement des actionnaires, objectif qui influence aujourd'hui les choix politiques. Au Royaume-Uni, cela a pris la forme du Senior Managers Regime (SMR), qui fait peser sur les individus la responsabilité

légale de leur conduite et de leur comportement. ISLA a fait partie d'un groupe qui a élaboré le Code des marchés monétaires (MMC) parrainé par la Banque d'Angleterre (BoE). Ce code fixe des standards minimaux pour le marché de prêt/emprunt de titres en termes de conduite et de pratiques commerciales, et bien qu'il ne s'agisse pas techniquement d'un règlement, son statut est celui d'un code reconnu par la Financial Conduct Authority (FCA).

SMR fournit bon nombre des mêmes résultats que la législation officielle. La voix croissante du développement durable au sein de la communauté des investisseurs a conduit à l'élaboration de la directive sur les droits des actionnaires (DDA), qui définit des principes clairs pour le comportement des investisseurs responsables dans le contexte du débat plus large sur la gouvernance économique et sociale (ESG).

11. Que Peuvent Faire les Régulateurs pour Soutenir le Prêt/Emprunt de Titres?

Tous les acteurs du secteur du financement de titres ont pleinement conscience que l'attention des régulateurs et la réglementation sont amenés à se renforcer. Les régulateurs peuvent profiter de cette occasion pour surveiller efficacement le prêt/emprunt de titres tout en veillant à ce que les marchés de capitaux tirent le plus grand bénéfice possible de cette activité.

L'objectif commun de l'industrie et des organes de contrôle est la mise en œuvre pragmatique, acceptable et réussie de la législation actuelle et future proposée. Une approche coopérative offre de grands avantages à tous les participants. Quatre étapes peuvent contribuer à améliorer le dialogue et la coopération positive entre régulateurs et acteurs du marché:

1.

Définir le problème. Les régulateurs font la distinction entre les comportements utiles sur les marchés de capitaux qui soutiennent la croissance et les comportements non utiles qui génèrent des revenus sans tenir compte de l'économie réelle. Les régulateurs étant les mieux à même de déterminer le résultat idéal pour le marché et l'économie, il est possible de remonter à la source des pratiques de marché pour trouver des moyens de promouvoir des pratiques utiles dans les équipes de prêt/emprunt.

2.

Faire participer les acteurs du marché. Les participants au marché du prêt/emprunt à toutes les étapes de la chaîne de valeur se félicitent de l'opportunité de parler aux régulateurs de leurs activités. Avec une vue plus complète du secteur, les régulateurs peuvent à leur tour cibler une réglementation spécifique, autoriser des exceptions le cas échéant et aider à élaborer des stratégies pour une mise en œuvre pratique. Les acteurs du marché peuvent également être générateurs d'idées : presque tous sont par exemple d'accord pour constater que le LCR fonctionne comme prévu, mais pas le LR.

3.

Aligner la mise en œuvre des réglementations spécifiques sur les objectifs finaux. Si les régulateurs veulent des bourses dynamiques, et si la vente à découvert en est une composante, il faut encourager les opérations de prêt/emprunt de titres qui favorisent la vente à découvert. Un dilemme actuel est que les réglementations ont par inadvertance préféré certains produits dérivés de gré à gré aux opérations physiques de prêt de titres; une réglementation pourrait être établie pour inverser cette tendance quand la liquidité du marché est en jeu. La création d'une réglementation avec des objectifs spécifiques peut également s'appuyer sur l'analyse de données, qui peut au moins en partie être menée par les participants du marché eux-mêmes.

4.

Réduire les conflits entre les objectifs réglementaires. La diversité des réglementations ayant un impact sur les différents types d'acteurs du marché a créé des réactions négatives à la participation au marché du prêt/emprunt. Par exemple, le LCR encourage les participants de marché à effectuer des transactions à terme. Pourtant, les règles UCITS interdisent les transactions de plus de sept jours. Une meilleure cartographie des exigences réglementaires à l'appui des directives de base aiderait le secteur à se conformer aux règles tout en permettant à des institutions plus nombreuses et plus variées de participer.

L'ISLA et les acteurs du marché se félicitent de l'occasion qui leur est donnée d'engager une discussion plus approfondie avec la communauté des régulateurs et des décideurs politiques. Une façon idéale de commencer est un échange informel sur l'état de l'activité et la façon dont elle répond aux objectifs réglementaires sur les marchés de capitaux au sens large.

À Propos d'ISLA

Qui sommes-nous?

L'International Securities Lending Association (ISLA) est une association professionnelle de premier plan, qui représente les intérêts communs des participants du marché du prêt/emprunt et du financement de titres en Europe, au Moyen-Orient et en Afrique. Elle regroupe plus de 155 membres, dont des investisseurs institutionnels, des gestionnaires d'actifs, des banques dépositaires, des prime brokers et des prestataires de services.

Que faisons-nous?

En étroite collaboration avec l'industrie ainsi qu'avec les régulateurs et les décideurs politiques, l'ISLA travaille à démontrer l'importance du prêt de titres pour l'ensemble du secteur des services financiers. L'ISLA soutient le développement d'un cadre sûr et efficace pour l'industrie, en jouant un rôle central dans la promotion des meilleures pratiques du marché, entre autres choses. L'ISLA parraine le Global Market Securities Lending Agreement (GMSLA) et l'examen annuel du caractère exécutoire dans plus de 20 juridictions dans le monde.

Comment intervenons-nous?

Grâce à des groupes de travail avec ses membres, à sa vision de l'industrie, aux consultations et aux événements et formations de premier ordre, l'ISLA contribue à orienter l'industrie et est l'une de ses voix les plus influentes sur la scène européenne et mondiale.

À Propos du Finadium

Finadium est un cabinet de conseil spécialisé dans le financement de titres, le collatéral et les produits dérivés sur les marchés des capitaux. Grâce à sa recherche, le cabinet aide les investisseurs institutionnels, les banques et les prestataires de services à maximiser l'efficacité de leurs ressources. Finadium mène des missions de conseil sur la sélection des fournisseurs, le marketing, le développement de produits, les opérations et la technologie. Pour plus d'informations, veuillez consulter notre site web à l'adresse www.finadium.com. Finadium publie le site d'information et d'opinion quotidien « Securities Finance Monitor ».





Clause de Non-Responsabilité

Bien que nous ayons fait tout notre possible pour nous assurer que les informations contenues dans ce document ont été obtenues de sources fiables, l'International Stock Lending Association (ISLA) n'est pas responsable des erreurs ou omissions, ni des résultats obtenus par l'utilisation de ces informations. Toutes les informations contenues dans ce guide sont fournies "telles quelles", sans garantie d'exhaustivité, d'exactitude, d'actualité ou de résultats suite à leur utilisation, et sans garantie d'aucune sorte, expresse ou implicite, y compris, mais sans limitation : garantie de performance, de qualité marchande et d'adéquation à un usage particulier.

Rien dans les présentes ne peut en aucun cas se substituer aux enquêtes indépendantes et au bon jugement technique et commercial du lecteur. En aucun cas ISLA, les membres de son conseil d'administration, ses employés ou agents, ne seront responsables envers vous ou quiconque de toute décision ou action prise sur la base des informations contenues dans ce guide ou de tout dommage consécutif, même s'ils ont été informés de la possibilité de tels dommages.

Renseignements Généraux