

# ISLA

INTERNATIONAL SECURITIES LENDING ASSOCIATION

## Guide sur le Prêt/Emprunt de Titres pour les Investisseurs Institutionnels

PUBLIÉ EN ASSOCIATION AVEC FINADIUM

## Table des Matières

<b>1.</b>	<b>Résumé Exécutif</b>	<b>02</b>
<b>2.</b>	<b>Introduction au Prêt/Emprunt de Titres</b>	<b>04</b>
<b>3.</b>	<b>Qui Utilise le Prêt/Emprunt de Titres et Pourquoi</b>	<b>06</b>
3.1	Investisseurs Institutionnels	08
3.2	Agents Prêteurs Intermédiaires	09
3.3	Emprunteurs	10
<b>4.</b>	<b>Autres Voies d'Accès au Marché</b>	<b>11</b>
4.1	Compensation Centrale	11
4.2	Prêt/Emprunt Direct, y compris Pair à Pair (« Peer-to-Peer »)	12
<b>5.</b>	<b>Avantages du Prêt/Emprunt de Titres pour les Prêteurs et les Marchés des Capitaux</b>	<b>13</b>
5.1	Soutenir la Liquidité du Marché	13
5.2	Générer des Données et des Informations sur le Marché	13
<b>6.</b>	<b>Changement de Réglementation</b>	<b>14</b>
6.1	Règlement sur les Opérations de Financement de Valeurs Mobilières (SFTR)	15
6.2	Règlement sur les Dépositaires Centraux de Titres (CSDR)	16
6.3	Financement des Valeurs Mobilières et MiFID II	16
6.4	Règles de Vente à Découvert	17
6.5	Cadre de Bâle	17
6.6	Ratio de Levier (LR)	18
6.7	Accords-Cadres	18
6.8	Changements Réglementaires pour les Emprunteurs	20
6.9	Régime des Grands Risques	20
6.10	Marge de Sécurité Obligatoire (« Haircut »)	21
6.11	Investissements Durables	21
<b>7.</b>	<b>Gestion des Risques Institutionnels et Surveillance des Programmes</b>	<b>22</b>
7.1	Mesure de la Performance)	22
7.2	Directives Relatives au Collatéral Monétaire et Autre que Monétaire	23
7.3	Comités de Surveillance et Niveaux de Supervision	24
<b>8.</b>	<b>Sélection d'un Prêteur Mandataire</b>	<b>25</b>

## 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.

---

\* Disponible sur [http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_130829c.pdf](http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130829c.pdf)

## 2. 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 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

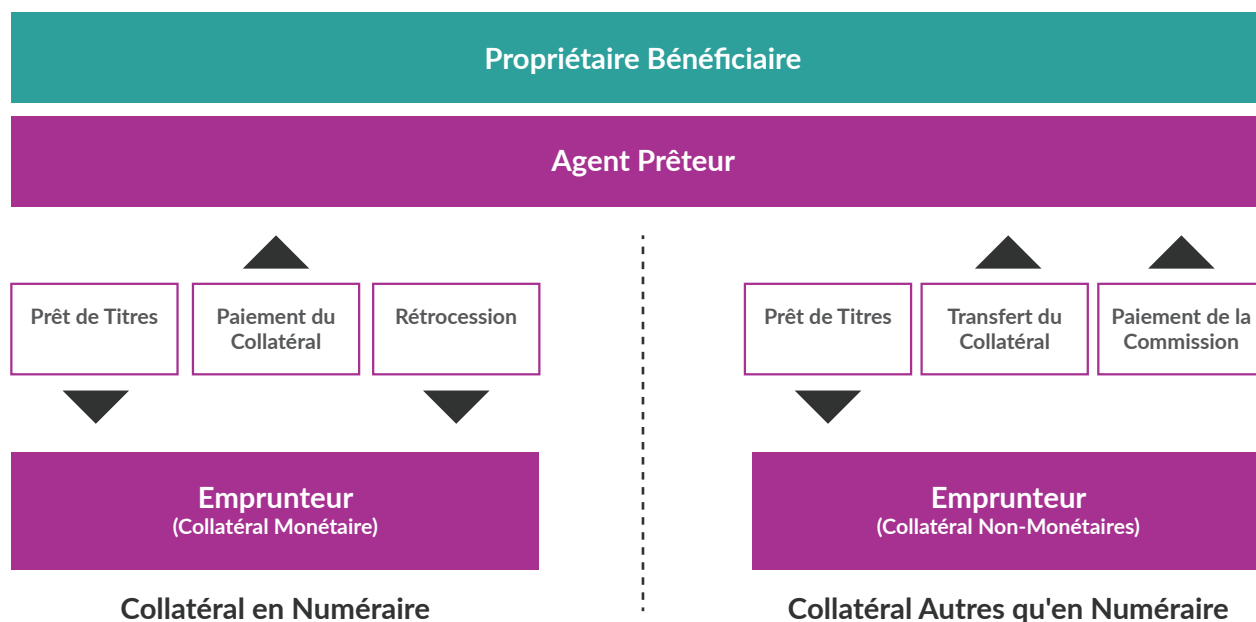


Figure 2 - Principaux types d'opérations de financement de titres (SFT)

Type	Description	Accord Cadre
<b>Prêt/Emprunt de Titres</b>	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)
<b>Pension Livrée (« repo »)</b>	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)
<b>Vente/Rachat Achat/Revente</b>	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 »)
<b>Prêt sur Marge (« Margin Lending »)</b>	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

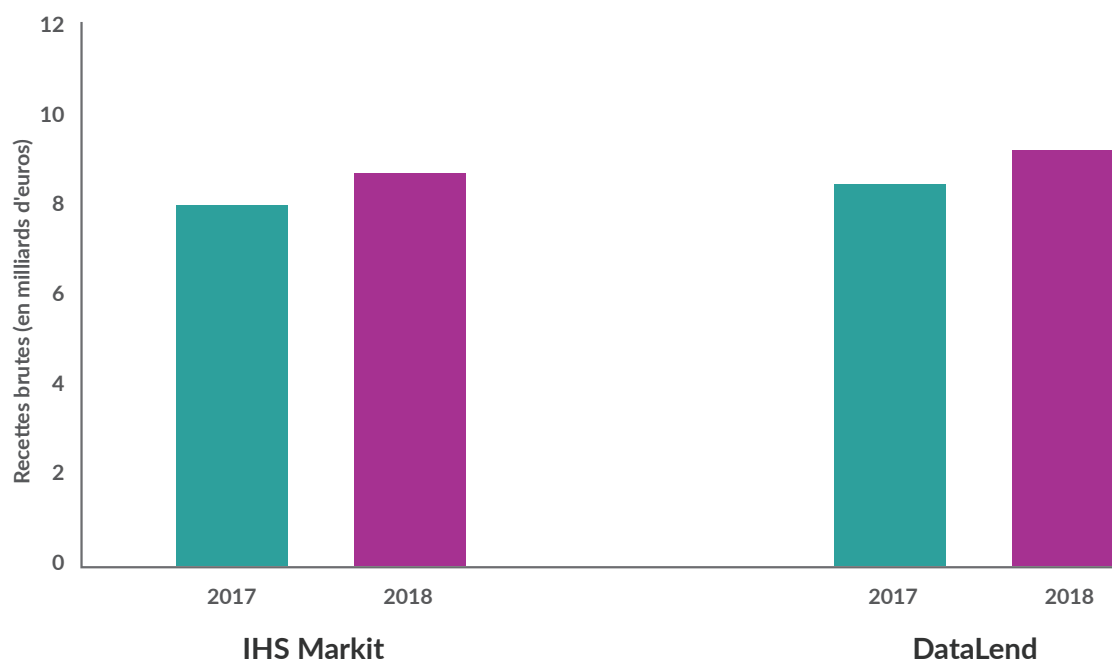
### 3. Qui Utilise le Prêt/Emprunt de Titres et Pourquoi

**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.

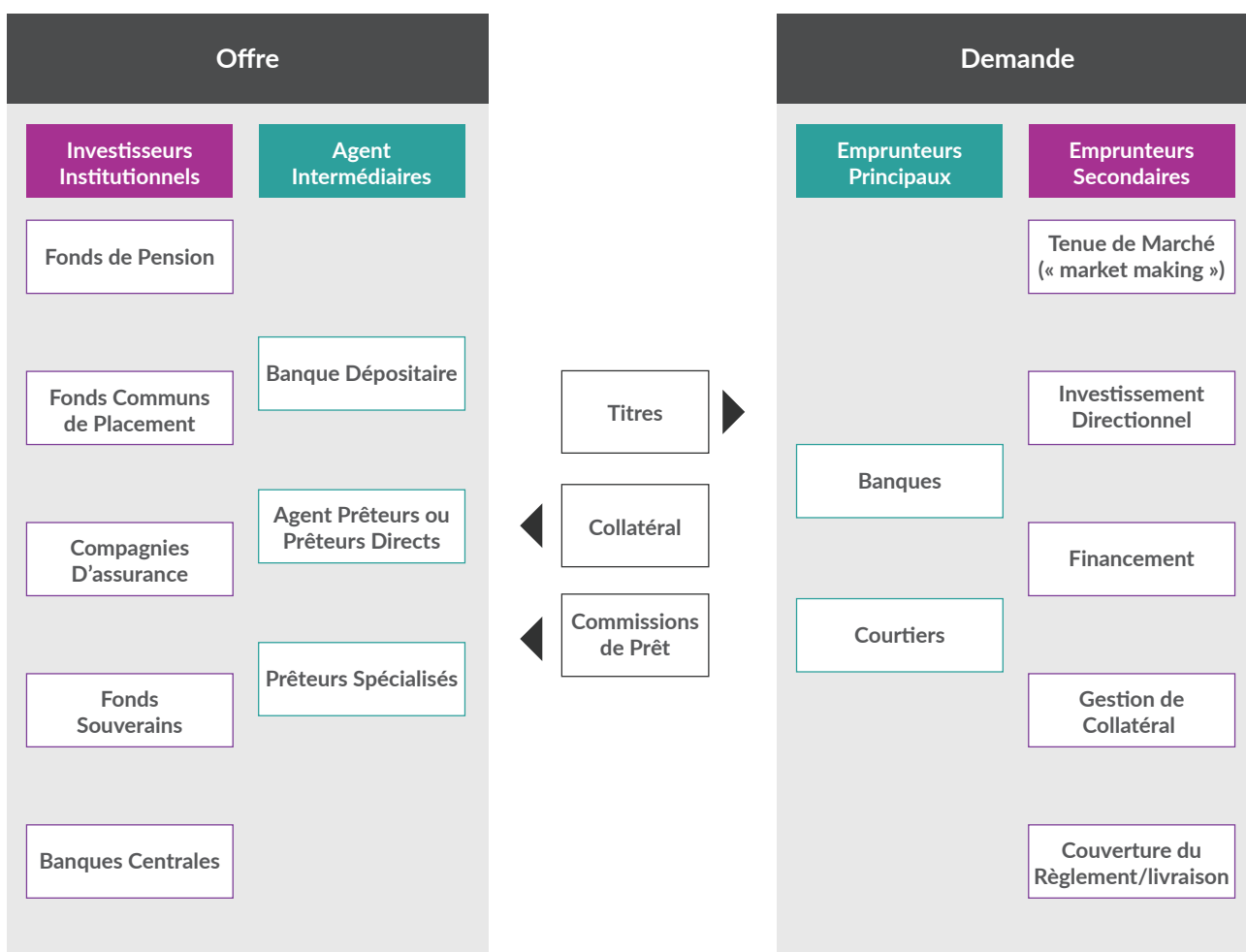
**Figure 3 - Revenus bruts du secteur du prêt/emprunt de titres (investisseurs institutionnels et agents prêteurs)**



\* 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.



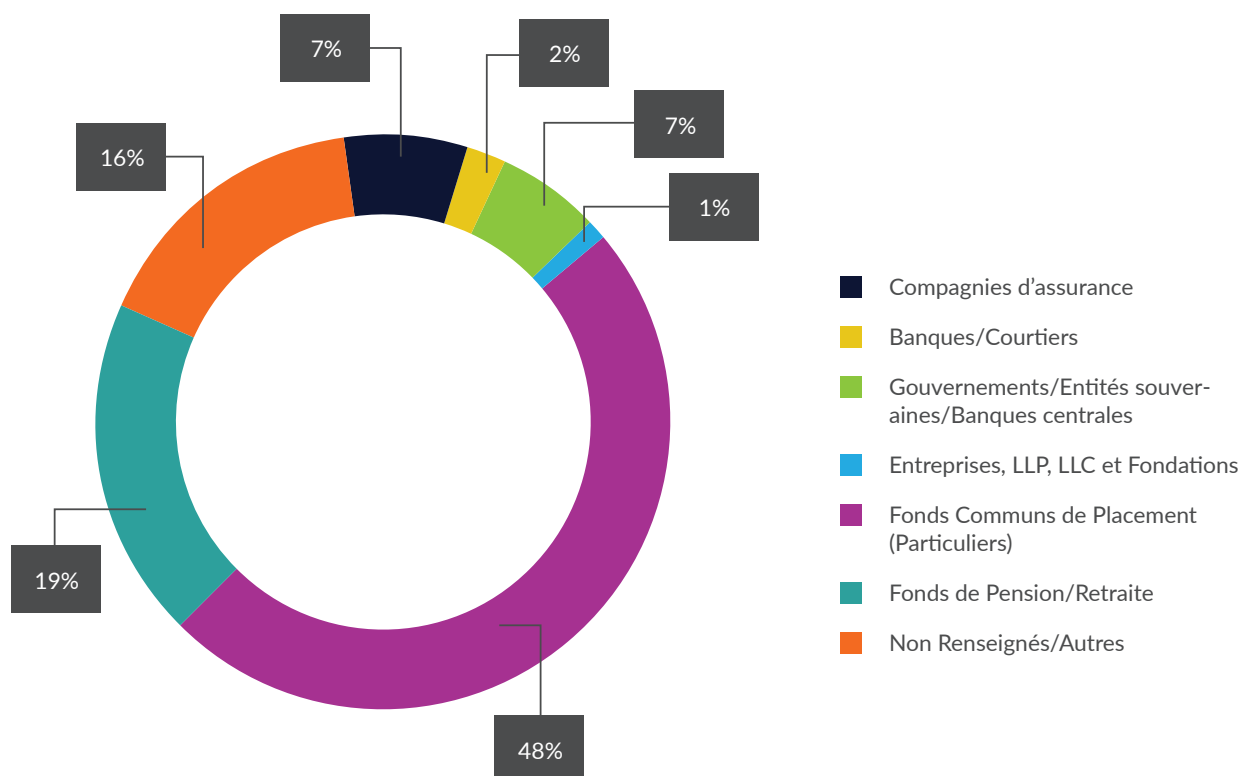
### 3.1 Investisseurs Institutionnels

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



## 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.

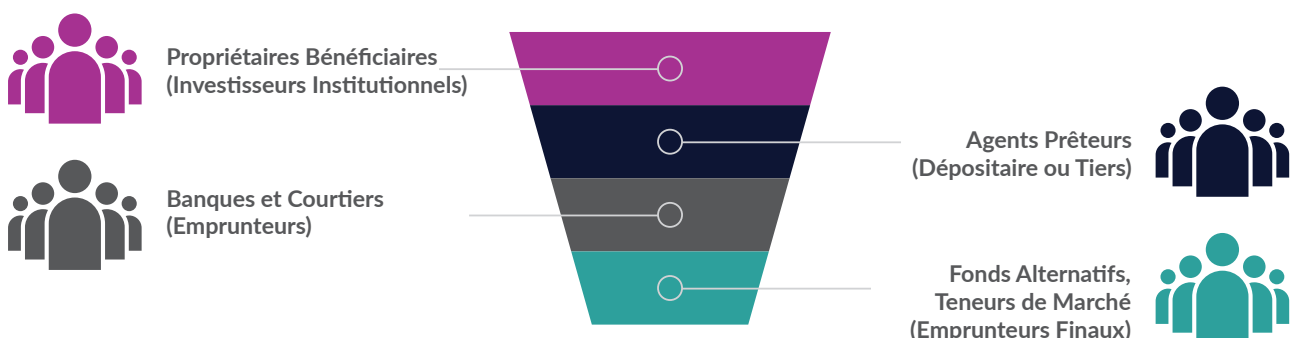
- Pour obtenir des titres qui peuvent être déposés en collatéral d'autres types de transactions et qui ne font pas partie du portefeuille de l'emprunteur. Le prêt/emprunt de titres est un élément clé dans la mobilisation de collatéral, y compris HQLA. C'est un élément important de pour faciliter la stabilité 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. 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.

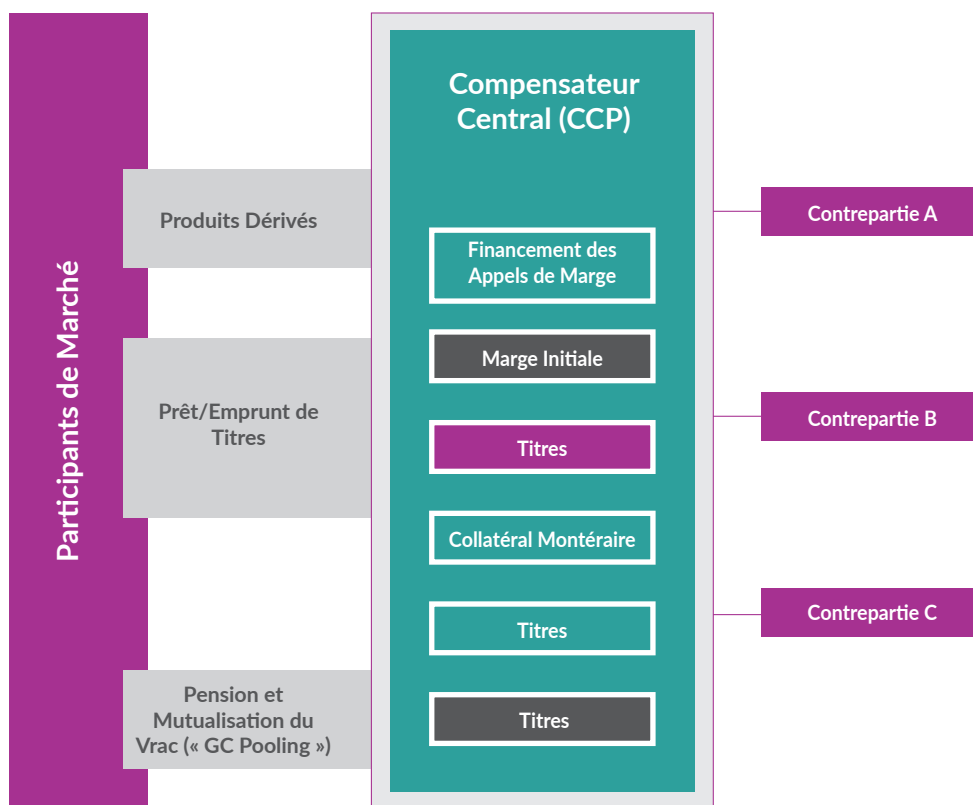
### 4.1 Compensation Centrale

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 prudeniels, 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



## 4.2 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, certains 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 places 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.

## 5. Avantages du Prêt/Emprunt de Titres pour les Prêteurs et les Marchés des Capitaux

La création de revenus supplémentaires est la principale raison pour laquelle les bénéficiaires effectifs, notamment les fonds de retraite et les épargnants à long terme, prêtent des titres. Le prêt de titres vise à produire un rendement marginal récurrent pour les détenteurs d'actifs. Cependant, le prêt de titres n'est pas conçu comme une source fondamentale de rendement en alpha ou bêta. Il s'agit d'un flux de revenus supplémentaires, qu'il convient de classer dans la catégorie "alpha supplémentaire".

### 5.1 Soutenir la Liquidité du Marché

D'un point de vue pratique, le prêt de titres aide le marché au sens large en générant de la liquidité. Pour qu'un fonds alternatif puisse effectuer une vente à découvert, il doit y avoir une opération de prêt/emprunt de titres pour garantir la livraison. Sans cela, la vente à découvert ne pourrait avoir lieu, ce qui entraînerait une réduction de l'activité transactionnelle sur les marchés d'actions et d'obligations. Dans le monde entier, les régulateurs ont apporté leur support soutien à la fois au prêt de titres et à la vente à découvert, reconnaissant qu'ils constituent des maillons importants

dans le fonctionnement des marchés financiers. Dans le même temps, ils imposent que toute position de vente à découvert dispose d'une source identifiable de couverture sur le marché du prêt/emprunt. Les institutions qui s'engagent dans le prêt de titres contribuent à rendre les marchés efficients pour tous les participants, y compris elles-mêmes.

Alors que l'Europe s'achemine vers une Union des marchés de capitaux (UMC), un marché du prêt/emprunt de titres profond et diversifié est une composante

importante de l'établissement d'un cadre commun. Les deux principaux objectifs de l'UMC sont de renforcer la capacité des marchés de capitaux de l'UE et de faciliter l'accès des entreprises à la levée de capitaux via l'accès aux marchés publics. Les régulateurs et les associations professionnelles du secteur s'accordent à dire que le prêt/emprunt de titres est essentiel à ces deux activités, sans parler du renforcement de la confiance des investisseurs pour un engagement à long terme.

### 5.2 Générer des Données et des Informations sur le Marché

Au cours des cinq dernières années, l'approche institutionnelle du prêt/emprunt de titres s'est élargie pour prendre en compte les données générées par ces transactions. Les données relatives aux prêts de titres sont devenues une mesure importante pour les gérants d'actifs traditionnels (« long only ») ou alternatifs (« long/short ») intéressés par des informations sur le sentiment du marché. Ces données sont utilisées dans la construction

et le rééquilibrage des portefeuilles, notamment lorsqu'il s'agit d'ajuster un portefeuille en fonction de l'activité de vente à découvert et de prêt/emprunt. Lorsque les stratégies « long-only » et « long-short » coexistent au sein du même fond d'investissement ou de retraite, les prêteurs peuvent constater à la fois les taux qu'ils reçoivent lorsqu'ils prêtent à une banque et le taux que le FIA reçoit lorsqu'il emprunte à une autre banque. Le coût de l'intermédiation du crédit

devient apparent. Appréhender les deux côtés de l'échange est un outil précieux pour créer une vision holistique du marché du financement de titres, et par conséquent pour construire une thèse d'investissement. Il existe désormais des cas de portefeuilles créés uniquement pour leur capacité à prêter à des prix élevés en compensation des coûts d'emprunt d'autres portefeuilles.

## 6. Changement de Réglementation

**Un thème récurrent du marché du prêt/emprunt de titres au cours des dix dernières années a été le rythme des changements réglementaires. À la suite de la crise financière, le CSF s'est lancé dans un examen approfondi du secteur bancaire parallèle (« shadow banking »), notamment avec un groupe de travail sur les prêts et les pensions de titres. Ce travail se poursuit aujourd'hui et a conduit à des changements réglementaires, notamment en Europe.**

Cela a conduit à des directives pour une transparence plus large des marchés, ainsi qu'à des exigences en matière de décote (« haircut »), de surveillance du risque systémique et de communication de données à plus grande échelle. Ces travaux ont coïncidé avec les exigences du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et de l'OICV en matière de marge initiale et de marge de variation pour les produits dérivés de gré à gré. L'impact de ces directives a été ressenti en Europe, avec l'introduction de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID II) et du règlement sur les opérations de financement des valeurs mobilières (SFTR).

## 6.1 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 AVRIL 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 basées au Royaume Uni doivent déclarer leurs transactions au SFTs.



## 6.2 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. 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 numériques 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. Le 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.

## 6.3 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 entrées 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.

## 6.4 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.

## 6.5 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.

## 6.6 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.

## 6.7 Accords-Cadres

Le modèle de prêt/emprunt de titres de l'EMEA est généralement basé sur la livraison de collatéral avec transfert complet de propriété, où le prêteur détient la propriété légale des titres reçus en collatéral de l'emprunteur. Le modèle de nantissement, qui est populaire dans d'autres parties du monde, repose sur l'engagement de l'emprunteur à livrer la garantie en cas de défaut, mais ne transfère pas la propriété du collatéral au préalable. Étant donné que la pleine propriété juridique du collatéral ne passe pas de l'emprunteur au prêteur, les accords de garantie par nantissement sont traités différemment du point de vue du bilan et des actifs pondérés

(RWA) par rapport à un transfert de propriété (voir le tableau 8). Par conséquent, un emprunteur peut constater un résultat différent lorsqu'il examine ses exigences réglementaires. Dans certaines circonstances, tant les prêteurs que les emprunteurs sont favorisés par un modèle de nantissement par rapport au transfert de propriété. Les emprunteurs apprécient la réduction du coût du bilan, qui reste un moteur de la prise de décision commerciale au sein de l'entreprise. Pour les prêteurs, d'autres avantages peuvent apparaître, notamment des décotes plus faibles, des exigences réglementaires plus légères en matière de déclarations et

des prix potentiellement plus élevés sur les prêts. L'ISLA a développé un nouveau standard de marché GMSLA (« Security Interest Over Collateral »). Ce standard peut être utilisé par les deux parties qui concluent des accords de collatéralisation.

Le tableau suivant (figure 8) 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.

Figure 8 - 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 incondionnel 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.

## 6.8 Changements Réglementaires pour les Emprunteurs

Les banques et leurs affiliés couverts par Bâle III et les réglementations nationales ont connu de multiples vagues de changements réglementaires depuis 2010. À chaque nouvelle réglementation, les praticiens de marché se sont efforcés de comprendre l'impact des changements sur les prêts/emprunts de titres et ont souvent travaillé pour atténuer les effets secondaires involontaires qui réduiraient leur capacité à mener ces activités. À l'heure actuelle, toutes les grandes banques se trouvent largement dans les limites prescrites du ratio de levier (LR), du ratio de couverture de liquidité (LCR) et du ratio de financement stable net (NSFR), même si tous ces ratios ne sont pas encore requis

dans les rapports réglementaires. Les banques subissent cependant des contraintes continues sur leurs bilans et cherchent à trouver des structures moins coûteuses pour mener leurs activités. Il s'agit par exemple de l'utilisation de contreparties centrales, de transactions synthétiques ou de l'ouverture de leurs plateformes de règlement/livraison à chacune des contreparties d'une transaction. Cette dernière activité ne suppose aucune obligation de bilan en tant qu'agent prêteur ou emprunteur en principal et, pour cette raison, il y a peu de limites au volume d'affaires qui peut être réalisé.

Dans les années à venir, les emprunteurs seront soumis à des réglementations supplémentaires,

par exemple l'introduction de limites de crédit par contrepartie qui réduiront le volume d'activité entre les agents prêteurs et les emprunteurs principaux. Si les deux contreparties sont des banques d'importance systémique mondiale (G-SIB), les règles américaines stipulent que l'exposition maximale de crédit peut représenter 15% des fonds propres « tier 1 ». Cette exposition comprend les prêts/emprunts de titres, les pensions, les dérivés de gré à gré, les dépôts, les lignes de crédit et les autres activités liées au crédit.

## 6.9 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.

## 6.10 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 planchers 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.

## 6.11 Investissements Durables

Dans un contexte de préoccupations croissantes concernant le changement climatique et les impacts plus larges de l'activité économique sur la planète, de plus en plus d'investisseurs exigent que leurs stratégies d'investissement intègrent des facteurs de durabilité dans le processus d'investissement. Cela a entraîné une croissance rapide et exponentielle des fonds qui recherchent des investissements aux effets positifs et à long terme sur la société, l'environnement et la performance des entreprises. Il existe plusieurs catégories d'investissement durable, notamment l'investissement à impact, l'investissement socialement responsable (ISR), l'investissement environnemental, social et de gouvernance (ESG) et l'investissement fondé sur les valeurs d'engagement. Lorsque l'on considère le prêt/emprunt de titres dans le contexte

de l'investissement durable, il est important de constater que la mécanique du prêt pour les fonds ESG n'est pas différente de celle de tout autre fonds, les mêmes cadres opérationnels et de gestion des risques soutenant l'activité au sein d'un programme de prêt/emprunt. Cependant, en raison des différentes exigences imposées aux détenteurs d'actifs, notamment dans le contexte de leurs responsabilités accrues sur des domaines clés tels que l'engagement actif des actionnaires et la gouvernance, il est probable que les paramètres de tout programme de prêt/emprunt devront être ajustés en conséquence. Il est donc important que les investisseurs institutionnels s'engagent directement avec leur agent de prêt ou leur intermédiaire spécialisé pour s'assurer que leur programme est compatible avec leurs

butts objectifs et ambitions objectifs ESG. Bien que l'environnement réglementaire soit encore en cours d'élaboration, il est d'ores et déjà clair que tous les acteurs de la chaîne de prêt/emprunt relèveront de plus en plus de diverses obligations déclaratives qui favoriseront une plus grande transparence ESG. Il s'agira notamment d'exiger de toutes les institutions financières qui font la promotion de produits ayant des attributs ESG qu'elles divulguent leurs principales caractéristiques ainsi que les paramètres et les sources de données qu'elles ont utilisés pour élaborer ces produits.

## 7. Gestion des Risques Institutionnels et Surveillance des Programmes

**Une surveillance efficace est la pierre angulaire d'un programme de prêt/emprunt réussi. S'il incombe aux investisseurs institutionnels de mettre en œuvre les meilleures politiques et procédures afin de surveiller leurs programmes, il n'existe pas de solution unique pour tous les prêteurs. La sophistication et l'exhaustivité des directives et de la surveillance du programme varient en fonction du montant des revenus générés par l'activité.**

### 7.1 Mesure de la Performance

Il existe de nombreuses façons de contrôler la performance d'un programme, que le prêt/emprunt soit effectué directement ou par l'intermédiaire d'un agent prêteur, comme par exemple l'obligation de meilleure exécution, la gestion des risques, la performance du collatéral monétaire et l'analyse qualitative des meilleures pratiques de marché. Dans un premier temps, les prêteurs doivent s'assurer qu'un programme de prêt de titres crée plus de revenus qu'il ne génère de coûts. Cette analyse peut être effectuée par un agent prêteur ou un consultant. Plusieurs fournisseurs proposent des tableaux de bord pour la supervision des agents prêteurs ou des activités de prêt/

emprunt internes. Ces plates-formes permettent une analyse quotidienne de toutes les transactions et des rapports de performance récapitulatifs. Ces technologies conviennent le mieux aux participants qui sont susceptibles de prêter en interne et aux grandes institutions du marché du prêt/emprunt, qui travaillent souvent elles-mêmes avec plusieurs agents prêteurs. Pour les prêteurs moins concernés par la mesure quotidienne des performances, les agents prêteurs proposent des rapports hebdomadaires, mensuels ou périodiques sur l'activité de prêt. Ces rapports peuvent également être générés par des systèmes indépendants qui incorporent des données de marché à l'analyse. Les rapports fournissent des informations

sur les revenus générés, l'utilisation des portefeuilles et des comparaisons avec des groupes de pairs. Même une analyse annuelle des performances de l'agent prêteur peut fournir une supervision appropriée, lorsqu'elle est associée à des contrôles périodiques du respect des directives en matière de risque et de collatéral. Que ce soit quotidiennement, hebdomadairement, mensuellement ou annuellement, la meilleure pratique pour les institutions est de favoriser les échanges avec leur table de négociation ou leur agent prêteur, afin de s'assurer que leurs définitions de la meilleure exécution et de la bonne gouvernance sont respectées.

## 7.2 Directives Relatives au Collatéral Monétaire et Autre que Monétaire

Les investisseurs déploient différentes stratégies pour générer des revenus sur le prêt/emprunt. Celles-ci reflètent leur tolérance spécifique au risque.

Dans une opération collatéralisée autrement qu'en monétaire, les prêteurs reçoivent des emprunteurs le paiement d'une prime pour le droit d'emprunter leurs titres. Les institutions disposent d'une série de leviers de décision concernant l'acceptation du collatéral. Cela peut influencer l'attractivité de leur portefeuille pour les investisseurs. La décision de n'accepter que des obligations d'État, par exemple, offrira au prêteur la plus grande protection, mais sera peut-être moins avantageuse pour l'emprunteur. D'autre part, la volonté d'accepter des actions en collatéral peut intéresser les emprunteurs, mais exposer le prêteur à un risque de marché plus important qu'il ne le souhaiterait. Ces considérations sur le risque de crédit, ainsi que la concentration du collatéral (trop d'un seul type de titre) et le risque de corrélation (collatéral allant

dans suivant la même direction qu'une opération de prêt de titres qui pourrait faire l'objet d'un défaut) sont importantes pour gérer le processus.

Le modèle européen contraste avec celui des États-Unis, où l'une des stratégies consiste à se concentrer sur le revenu intrinsèque, c'est-à-dire la valeur d'une transaction sur le marché sans revenu supplémentaire provenant des réinvestissements du collatéral monétaire. Avant la crise financière de 2008, il y avait une tendance à rechercher des rendements à partir de ce que nous considérerions aujourd'hui comme des investissements monétaires risqués. Aujourd'hui, les investisseurs ont adopté une approche plus ciblée sur l'équilibre entre risque et rendement. Ils refusent notamment les transactions qui ne produisent pas de revenus intrinsèques suffisants, ou celles qui produiraient un rendement total inacceptable. Les investisseurs institutionnels ont des critères d'investissement pour tout type de

portefeuille, et cette pratique devrait s'étendre au collatéral reçu dans le cadre de prêt/emprunt, monétaire comme non monétaire. Chaque agent prêteur maintient pour les prêteurs une liste de collatéral non-monétaire éligible, ainsi qu'une description des risques de réinvestissement acceptables pour du collatéral monétaire. Ces listes sont ajustées - en augmentation ou en réduction - à la demandes de l'institution cliente en s'assurant que les critères de crédit soient acceptables tant pour l'institution que pour l'agent prêteur. Plus le type et la qualité du collatéral sont limités, plus les opportunités de revenus sont réduites. D'un autre côté, des critères d'éligibilité plus permissifs en matière de collatéral augmentent la génération de revenus mais aussi le profil de risque du programme. Les prêteurs doivent réfléchir soigneusement au collatéral qu'ils sont prêts à recevoir et, s'il est monétaire, à la manière dont il sera réinvesti.



## 7.3 Comités de Surveillance et Niveaux de Supervision

Il est recommandé de mettre en place un comité de surveillance pour tous les programmes de prêt/emprunt de titres dont les revenus sont supérieurs à 1 million d'euros. S'il est mis en place, ce comité sera le principal mécanisme interne permettant d'assurer une performance et une gestion des

risques appropriées d'un programme. Le Comité est chargé d'examiner les performances et les risques, de faire des recommandations ou de prendre des décisions sur les directives relatives aux prêts et au collatéral, et d'assurer le déroulement du programme en toute sécurité. Le Comité de surveillance

rendra généralement compte au management du fonds ou à son équivalent. Les comités de surveillance sont souvent soutenus en interne par un expert (SME) ou une personne de référence pour coordonner les rapports de performance et assurer un niveau de connaissance des marchés.

Les activités d'un Comité de surveillance comprennent :

- Recevoir les rapports de performance des agents prêteurs
- Examiner l'adhésion de l'agent prêteur aux directives du programme
- Examiner les risques de marché ou de réputation pertinents
- Examiner les changements proposés aux critères d'éligibilité du collatéral ou aux listes d'emprunteurs
- Lancer et mener des appel d'offre (RFP)
- Rencontrer l'agent prêteur au moins une fois par an pour une discussion sur le marché et la performance du programme
- Mener une analyse de la performance par rapport aux pairs, en utilisant les données recueillies par un fournisseur de données, l'agent prêteur ou un consultant
- Effectuer une revue qualitative globale au moins une fois tous les deux ans pour s'assurer que l'agent prêteur ou la table de négociation est à jour des tendances réglementaires, de la technologie, de l'utilisation des données de marché et des moyens d'accès au marché.

En fonction de la taille et du périmètre d'un programme, les investisseurs institutionnels doivent également s'engager dans une surveillance régulière en dehors des réunions du Comité de surveillance. L'objectif de cette surveillance régulière est d'assurer une gestion appropriée des risques du programme. Ce niveau de supervision comprend des examens quotidiens ou

hebdomadaires des rapports de l'agent prêteur ou de la table de négociation sur les revenus de prêt, les volumes et la gestion des encours de collatéral. D'autres départements chez les investisseurs institutionnels devraient également être impliqués dans les prêts/emprunts de titres. Les services de conformité doivent procéder à un examen périodique des directives de prêt

en fonction du risque. Cela doit inclure un examen des procédures internes pour garantir le respect des processus identifiés. Un audit interne doit valider les politiques et procédures de prêt de titres, les résumés de la supervision trimestrielle, les changements de programme et l'examen qualitatif des relations en place.

## 8. Sélection d'un Prêteur Mandataire

**Presque tous les nouveaux investisseurs institutionnels sur le marché choisiront un agent prêteur pour accompagner leurs efforts. Les agents prêteurs sont devenus très efficaces dans l'exécution des tâches de marché et comprennent les nuances dans les besoins des emprunteurs qu'il serait difficile de maîtriser pour de nouveaux entrants. Même les institutions qui souhaitent prêter leurs propres titres s'associeront presque toujours à un agent prêteur pour les opérations, l'évaluation et la gestion du collatéral.**

Lors de la mise en place et de la sélection d'un agent prêteur, les investisseurs institutionnels doivent tenir compte des éléments suivants:

### Autorisation de l'activité

Votre institution dispose-t-elle des pouvoirs nécessaires pour s'engager dans un programme de prêt/emprunt? Avez-vous les compétences en interne pour gérer un programme ou avez-vous besoin d'un soutien externe?

### Risques

Comment avez-vous étudié et compris les différents risques associés au prêt/emprunt de titres? Quel niveau de risque êtes-vous prêt à accepter? Avez-vous confirmé que l'activité de prêt de titres en cours ou potentielle n'aura pas d'impact involontaire sur toute autre activité d'investissement?

### Supervision du programme

Comment allez-vous suivre votre programme? Quels rapports votre agent prêteur fournira-t-il ou devrez-vous créer? Votre agent prêteur fournira-t-il des analyses comparatives ou aurez-vous accès à ce service ailleurs, et avez-vous fait des recherches sur ces services? Quel niveau de surveillance est requis pour votre taille d'engagement?

### Cadre juridique

De quel soutien juridique avez-vous besoin pour lancer ou poursuivre votre programme? De quelles ressources disposez-vous pour évaluer les modifications apportées aux contrats entre l'agent, le prêteur ou l'emprunteur? Comment allez-vous évaluer les nouvelles opportunités, par exemple l'engagement avec les CCP? Comprenez-vous la portée et l'applicabilité de l'accord d'indemnisation proposé par votre agent prêteur?

### Éligibilité et gestion du collatéral

Maîtrisez-vous les options, les risques et les opportunités de génération de revenus du collatéral monétaire et non-monétaire? S'il s'agit de liquidités, préférez-vous un véhicule de réinvestissement ségrégué ou commun? Comment allez-vous revoir périodiquement les critères d'éligibilité du collatéral monétaire et non-monétaire? Savez-vous ce qu'il adviendra du collatéral en cas de défaut? Comment avez-vous évalué la diversification du collatéral?

### Contreparties

A quelles contreparties vos titres seront-ils prêtés? Y a-t-il des limites au montant prêté par contrepartie? Si vous envisagez un accord "exclusif" avec un seul emprunteur, comment avez-vous évalué les risques supplémentaires qu'il comporte?

### Impact réglementaire

Comment l'agent aidera-t-il à établir les déclarations réglementaires ? Quels contrôles peuvent être mis en place pour éviter les frais de règlement/livraison (par exemple, les pénalités CSDR) ?

### Gouvernance d'entreprise et politiques de vote

Si nécessaire, pouvez-vous rappeler les titres prêtés pour voter ? Comment et quand informez-vous votre agent de prêt de votre politique en matière de vote ? Comprenez-vous l'impact potentiel du vote sur le programme de prêt ? Existe-t-il une documentation sur les politiques et procédures requises pour le vote des participations et est-elle à jour ?

### Rémunération

Comment avez-vous évalué le niveau de rémunération que vous attendez par rapport au niveau de risque que vous prenez ? Avez-vous clarifié comment l'agent prêteur se rémunère sur la gestion du programme de prêt ? Le revenu que vous recevez correspond-il à ce que vous attendez ou à ce que l'on vous a laissé espérer ? S'il a changé, comprenez-vous les raisons de ce changement ?

### Formation

Disposez-vous des ressources appropriées pour former une ou plusieurs experts internes ou référents pour votre entreprise ? Qui d'autre doit être formé ? Quels sujets la formation doit-elle couvrir, à quel niveau de détail et sous quelle forme doit-elle être dispensée ? Assistez-vous à des conférences périodiques destinées aux investisseurs institutionnels dans le domaine du prêt/emprunt de titres ?

## 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](http://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

Email : [support@islaemea.org](mailto:support@islaemea.org) | [www.islaemea.org](http://www.islaemea.org)