

PRÊT DE TITRES : GUIDE D'INTRODUCTION

MAI 2011

Ce guide est une simple introduction au prêt de titres destinée à toute personne souhaitant en comprendre les fondements (comme les gestionnaires de fonds, les assurances et les caisses de retraite par exemple).

Ce document, produit par Société Générale Securities Services, s'inspire librement du guide « Securities Lending: an introductory guide » approuvé par les institutions britanniques suivantes : Association of British Insurers, British Bankers Association, ICMA European Repo Council, Investment Management Association, International Securities Lending Association, Local Authority Pension Fund Forum, National Association of Pension Funds et Thomas Murray. Les institutions FSA, Bank of England, HM Treasury et The Pensions Regulator ont également apporté leur soutien à l'élaboration de l'ouvrage.

Des informations complémentaires sont également disponibles dans la « Checklist à l'attention des prêteurs de titres » qui accompagne le présent guide.

QU'EST-CE QUE LE PRÊT DE TITRES ?

Le prêt de titres implique un transfert* de titres (actions ou obligations) vers un tiers (l'emprunteur), sécurisé par l'échange d'un collatéral qui peut prendre la forme d'actions, d'obligations ou d'espèces.

L'emprunteur verse au prêteur une commission chaque mois sur le prêt et est contractuellement tenu de restituer les titres sur demande, dans les délais de dénouement standards du marché. L'emprunteur devra payer une compensation au prêteur pour tous les dividendes/intérêts versés durant le prêt et pour tous les résultats des opérations sur titres qui pourraient avoir lieu durant le prêt.

Le prêteur conserve les droits essentiels qu'il aurait eus s'il n'avait pas prêté les titres, à l'exception de son droit de vote. Le prêt de titres présente aussi quelques risques qu'il est bon de prendre en compte.

POURQUOI EXISTE-T-IL UNE DEMANDE D'EMPRUNT DE TITRES ?

Les banques d'investissement, les courtiers et les teneurs de marché empruntent des titres pour diverses raisons, parmi lesquelles :

- permettre le bon dénouement de leurs transactions, et
- contribuer à l'activité de teneur de marché et autres activités de trading telles que la couverture et la vente à découvert.

Le prêt-emprunt de titres joue un rôle important car il fournit de la liquidité au marché en facilitant la formation des prix et la fluidité des dénouements, permettant ainsi d'assurer le fonctionnement efficient des marchés financiers.

Parce que la demande d'emprunt de titres existe, le prêt de titres peut être utilisé par certains investisseurs comme un moyen d'extraire un revenu additionnel de leurs portefeuilles de placement.

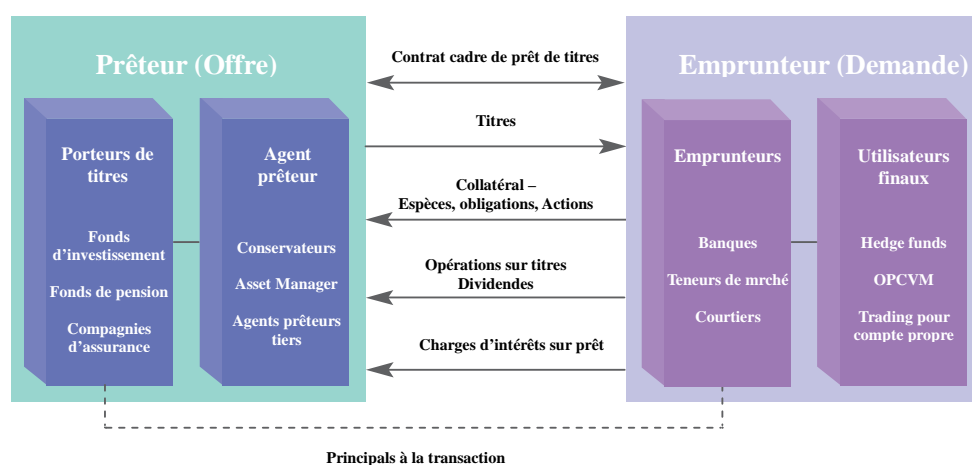
** Légalement un prêt de titres est un transfert de propriété en contrepartie de l'engagement irrévocable de restituer des titres équivalents. Cela signifie que des titres nominatifs, tels que des actions, ne seront plus au nom du prêteur mais de l'emprunteur, et enregistrées en sens inverse lors de la restitution.*

QUI PRETE ET QUI EMPRUNTE ?

Les **prêteurs** sont généralement des investisseurs de taille significative tels que les fonds de pension, les compagnies d'assurance, les OPCVM ou les fonds souverains. Ces investisseurs utilisent normalement les services d'un agent (tel que leur conservateur) pour organiser, gérer et rendre compte de l'activité de prêt.

Les **emprunteurs** sont généralement de grandes institutions financières comme les banques d'investissement, les teneurs de marché et les courtiers. Les hedge funds figurent également parmi les emprunteurs les plus importants de titres ; ils empruntent cependant par le biais de banques d'investissement ou de courtiers plutôt que directement auprès des investisseurs.

Qui prête et qui emprunte ?



RISQUES

Comme c'est le cas pour toutes les stratégies d'investissement, le prêt de titres comporte des risques. Le risque principal est que l'emprunteur devienne insolvable et que simultanément la valeur du collatéral ne couvre pas le coût de remplacement des titres qui ont été prêtés.

Le tableau 1 décrit les principaux risques encourus en matière de prêt de titres, et la manière de gérer ces risques. Lorsqu'un prêteur utilise les services d'un agent, c'est ce dernier qui gère ces risques au nom du prêteur. L'agent peut offrir au prêteur des garanties supplémentaires contre ces risques, sous la forme d'une indemnisation. Les termes d'une telle indemnisation peuvent varier, et il est important que le prêteur comprenne clairement les risques couverts. Indépendamment du fait qu'une procédure d'indemnisation soit en place, il est également important que le prêteur comprenne les problèmes relatifs au risque listés ci-dessous et qu'il en discute avec son agent. Les prêteurs devraient être conscients du fait que, alors que le contrat de prêt s'efforcera d'aligner les motivations du prêteur et de l'agent, les activités de l'agent devront être étroitement contrôlées et les contrats révisés à une fréquence appropriée. Les programmes de prêt de titres peuvent généralement être aménagés pour correspondre au niveau de tolérance au risque du prêteur.

Tableau 1

Risque	Gestion du risque
<p>Risque emprunteur Risque de défaillance de l'emprunteur sur le prêt (par exemple l'emprunteur devient insolvable et est dans l'incapacité de restituer les titres).</p>	<p>Le prêteur doit sélectionner les contreparties auxquelles il accepte de prêter ses titres, et définir l'encours maximal qu'il accepte de prêter à chacune.</p>
<p>Risque sur le collatéral Risque que la valeur du collatéral ne couvre pas le coût de remplacement des titres prêtés.</p> <p>Si c'est le cas ET si l'emprunteur est défaillant sur le prêt, alors le prêteur perdra une somme égale à la différence entre les deux.</p>	<p>Etablir des règles régissant le collatéral peut s'avérer complexe et il est recommandé aux prêteurs d'en discuter avec leur agent ou conseiller. La politique d'un prêteur en matière de collatéral affectera les gains qui peuvent être réalisés (plus la politique est risquée, plus les gains seront élevés). Les principales questions à se poser sont les suivantes :</p> <p>Quel collatéral demander ? Les prêteurs doivent réfléchir au type de collatéral qu'ils sont prêts à accepter.</p> <p>Pour chaque type de collatéral accepté, quel montant maximal autoriser ? Les prêteurs doivent fixer des limites sur chaque obligation ou action reçue en collatéral pour éviter de se retrouver avec une concentration sur un seul type de collatéral qu'il pourrait s'avérer plus difficile de vendre.</p> <p>Quel niveau de sur-collatéralisation est nécessaire ? Il est courant pour un prêteur d'exiger un collatéral dont la valeur est supérieure à celle des titres prêtés. Ce montant en excès est appelé la « marge » et le prêteur doit décider du niveau de marge requis.</p> <p>Lors de l'établissement de ces règles, le prêteur et son agent doivent prendre en compte des facteurs techniques tels que la liquidité (c'est-à-dire la facilité avec laquelle le collatéral peut être vendu à la juste valeur) et les corrélations de prix entre les prêts et le collatéral (c'est-à-dire si le prix du collatéral est généralement susceptible de fluctuer en ligne avec le prix des titres prêtés).</p>

Risque	Gestion du risque
<p>Risque collatéral espèces Risque que le prêteur subisse une perte sur le remplacement du collatéral espèces.</p>	<p>Quand un prêteur accepte du collatéral espèce, cette somme doit être réinvestie afin de générer des intérêts. Le prêteur doit s'assurer que les règles d'investissement encadrant le remplacement du collatéral espèce sont pleinement comprises et génèrent un niveau approprié de risque et de rendement. Les prêteurs doivent être conscients du risque de liquidité inhérent au placement du collatéral espèce au cas où les investissements devraient être vendus avec un court préavis pour retourner le collatéral. Il s'agit là d'un sujet qui doit être traité par une personne ayant des connaissances et des responsabilités dans la gestion de portefeuilles.</p>
<p>Risque de dénouement en cours de journée Risque que les titres prêtés soient livrés à l'emprunteur avant que le collatéral ne soit reçu.</p>	<p>Les prêteurs doivent se demander s'ils souhaitent recevoir le collatéral un jour avant que le prêt ne soit conclu afin d'éviter ce risque. A la fin du prêt, les prêteurs doivent s'assurer que leurs titres sont retournés avant ou au moment même où le collatéral est restitué à l'emprunteur.</p>
<p>Risque opérationnel Ceci recouvre les risques opérationnels classiques parmi lesquels :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Que se passe-t-il si les actions qui sont vendues sont rappelées tardivement ? • Que se passe-t-il si le prêteur ou son agent ne réclament pas un dividende ou tout autre droit ? 	<p>Il est important, ici, que le prêteur distingue les risques opérationnels qui sont de la responsabilité de son agent de ceux qui en sont exclus. Si le prêteur entreprend lui-même l'activité de prêt, il est alors nécessaire de mettre en place des procédures solides afin de se prémunir contre ces risques opérationnels.</p>
<p>Risque légal Risque que le contrat du prêteur ne fournisse pas une protection totale en cas de défaillance de l'emprunteur.</p>	<p>Les prêteurs doivent examiner les contrats (typiquement celui signé avec leur agent prêteur, et ceux que ce dernier signe avec les emprunteurs). Ces derniers doivent respecter les règles établies en la matière par l'ISLA. En cas de doute, il est recommandé au prêteur de solliciter les conseils d'un avocat/juriste.</p>
<p>Autres risques Il faut également tenir compte d'autres risques non financiers, notamment en matière d'éthique ou de réputation.</p>	<p>Les prêteurs doivent s'assurer que le prêt de titres est conforme à leur politique et à leurs objectifs d'investissement.</p>

EXERCICE DU DROIT DE VOTE

Vous ne pouvez pas voter si vos titres sont prêtés. Cependant, le prêt de vos titres peut être sans impact en matière de gouvernance d'entreprise puisque les actions prêtées peuvent être rappelées si vous désirez voter.

Vous devrez au préalable réfléchir aux circonstances qui pourraient vous amener à demander le rappel des titres pour lesquels vous voulez voter, et vous assurer que toutes les parties (c'est-à-dire votre gérant et votre agent prêteur) aient connaissance de vos règles. En principe, les titres peuvent être rappelés à tout moment mais il est essentiel que le planning des rappels soit compris par tous et établi par écrit.

OPCVM

De nombreux OPCVM (FCP ou SICAV) peuvent prêter les titres qu'ils détiennent. Les investisseurs dans ces fonds ne pouvant pas directement influencer les accords de prêt de titres, il leur est recommandé de s'assurer avant de souscrire qu'ils adhèrent à la politique de la société de gestion en la matière. Toute information à ce sujet doit être disponible sur demande auprès de la société de gestion.

LE PRET-EMPRUNT EN PRATIQUE

Les investisseurs qui prêtent leurs titres le font généralement par l'intermédiaire de leur conservateur, qui agit alors en tant qu'agent. Il est aussi possible d'utiliser les services d'un agent tiers qui réalisera les prêts (dans le cadre de paramètres prédéfinis) et instruira le conservateur des livraisons et réceptions de titres et des mouvements de collatéral. Seuls les investisseurs les plus importants conduisent eux-mêmes leur programme de prêts.

Toute la documentation juridique encadrant le prêt de titres repose sur des contrats-cadres (tel que le « Global Master Securities Lending Agreement », ou GMSLA). En plus de ce contrat-cadre, le prêteur signe un contrat de prêt de titres avec son agent, qui s'ajoute au contrat de conservation existant et établit les modalités du programme de prêt. L'agent signera ensuite un contrat-cadre, au nom du prêteur, avec chacun des emprunteurs. Une fois tous ces contrats mis en place, l'agent sera responsable des activités au quotidien et devra fournir au prêteur toute information utile conforme à leurs dispositions. S'il est correctement structuré, le programme de prêt ne devrait pas interférer avec la gestion quotidienne des portefeuilles.

Comme pour toute activité d'investissement, les investisseurs doivent s'assurer qu'ils ont entrepris toutes les démarches nécessaires pour en comprendre les exigences juridiques, réglementaires, fiscales, comptables et opérationnelles, et s'y conformer.

Des procédures internes rigoureuses doivent être établies et révisées régulièrement afin de s'assurer que toutes les parties intervenant dans le programme de prêt comprennent leurs responsabilités.

Une « Checklist à l'attention des prêteurs de titres » a été rédigée avec ce guide pour les investisseurs qui souhaitent démarrer des activités de prêt de titres.

En tant qu'investisseur, combien serai-je payé et quand ?

En principe, vous serez payé mensuellement pour les titres que vous avez prêtés. La taille et la composition de votre portefeuille, ainsi que la fréquence des transactions, peuvent influencer la capacité de vos titres à être prêtés – la demande peut aussi dépendre de facteurs du marché. Vous pouvez obtenir auprès de votre conservateur/agent une estimation du revenu annuel probable, nette des charges déduites par votre conservateur/agent.

Que se passe-t-il si la valeur du collatéral diminue ?

La valeur de vos titres prêtés et la valorisation du collatéral sont comparées quotidiennement et, en cas de besoin, il est procédé à des appels de marge afin de respecter votre politique de collatéralisation. Votre agent le fera pour vous.

Que se passe-t-il si je vends des titres prêtés ?

Si vous informez votre agent dans les délais prévus, les titres vous seront restitués afin de vous permettre de les livrer à temps.

Comment saurai-je que les titres sont prêtés ?

Votre agent vous fournira des reportings complets à une fréquence déterminée (qui peut être quotidienne), généralement par e-mail. Vous recevrez également un relevé mensuel de vos gains.

Que dois-je faire si je veux voter ?

Vous ne pouvez pas voter sur des titres prêtés. Vous devez donc les rappeler à temps afin d'être enregistré pour voter. Assurez-vous que votre politique de vote est comprise par toutes les parties et que vous connaissez et respectez les cut-offs communiqués par votre agent pour la prise en compte des instructions de vote.

Que se passe-t-il si l'emprunteur fait faillite ?

Le contrat signé avec votre agent lui permet dans ce cas de figure de vendre le collatéral immédiatement pour vous permettre de racheter les titres que vous avez prêtés.

Qu'est-ce que le collatéral espèce ?

Les prêteurs peuvent accepter comme collatéral des espèces dans une devise déterminée. Le collatéral espèce est cependant différent du collatéral titres (tels que les actions ou les obligations d'Etat) dans la mesure où le prêteur doit verser à l'emprunteur un intérêt sur le collatéral espèce sur sa période de détention. Si vous acceptez des espèces comme collatéral, vous devrez replacer ce collatéral afin de générer suffisamment d'intérêts pour payer l'emprunteur. Le plus souvent, votre agent s'en chargera pour vous. Il est essentiel que vous compreniez et acceptiez les risques liés à ce remplacement.

Comment puis-je être crédité de mes dividendes et coupons ?

L'emprunteur vous versera le même montant que vous auriez reçu si le titre n'avait pas été prêté. Vous devez établir si ce versement a lieu à la date de paiement du coupon ou dividende, ou au moment où vous le recevez de l'emprunteur. Il est recommandé aux prêteurs de se renseigner auprès de leur conseil fiscal avant de débiter une activité de prêt de titres.

REFERENCES

Sites Web :

Société Générale Securities Services

<http://www.sg-securities-services.com/fr.html>

International Securities Lending Association

www.isla.co.uk

Global Master Securities Lending Agreement (GMSLA 2010)

[www.isla.co.uk/uploadedFiles/Member_Area/General_Library/GMSLA%202010%20Final\(1\).pdf](http://www.isla.co.uk/uploadedFiles/Member_Area/General_Library/GMSLA%202010%20Final(1).pdf)

La Société Générale et l'International Securities Lending Association (ISLA) et les organisations auxquelles il est fait référence dans ce document ont veillé à ce que les informations figurant dans le présent document soient exactes et actualisées au moment de son impression. Elles déclinent toutefois toute responsabilité pour toute erreur ou omission ou pour toute perte subie par toute personne qui résulterait de toute décision prise sur le fondement des informations contenues dans le présent document.