

**Pensions de titres  
(*repos*)  
et autres cessions  
temporaires**

Alexandre Richa

# SOMMAIRE

Remerciements	5
Introduction	9
<b>PREMIÈRE PARTIE :</b>	
<b>L'ÉTAT DE FAIT</b>	
Chapitre 1: Généralités	15
Chapitre 2: Fonctions	33
Chapitre 3: Risques	39
Chapitre 4: Délimitations	49
Chapitre 5: Les marchés des pensions dans le monde	59
Chapitre 6: Eurex Repo	75
<b>DEUXIÈME PARTIE :</b>	
<b>QUALIFICATION JURIDIQUE ET ASPECTS CONTRACTUELS</b>	
Chapitre 7: Qualification des pensions et dispositions applicables	89
Chapitre 8: Les contrats cadres standards	109
Chapitre 9: Contrat cadre et transactions individuelles	121
Chapitre 10: Obligations des parties et clauses contractuelles	129
Chapitre 11: Fin du contrat	171
Chapitre 12: Droit international privé	183
<b>TROISIÈME PARTIE :</b>	
<b>DROIT DES SOCIÉTÉS ET DROIT BOURSIER</b>	
Chapitre 13: Transfert d'actions et exercice des droits de vote	201
Chapitre 14: Transparence du marché et cessions temporaires	219
<b>QUATRIÈME PARTIE :</b>	
<b>ASPECTS COMPTABLES ET EXIGENCES DE FONDS PROPRES</b>	
Chapitre 15: Aspects comptables des cessions temporaires de titres	245
Chapitre 16: Exigences de fonds propres	277
Conclusions	297
Résumé	305
Abréviations	311
Bibliographie	317
Table des matières	339
Table des schémas	349

# TABLE DES MATIÈRES

<b>Remerciements</b>	5
<b>Sommaire</b>	7
<b>Introduction</b>	9-12
Objet de la thèse	9
Approche choisie	9
Enjeux de la thèse	10
Plan	11
 <b>PREMIÈRE PARTIE:</b>	
<b>L'ÉTAT DE FAIT</b>	
<b>Chapitre 1: Généralités</b>	15-31
A. Définition et terminologie	16
1. Description et définition de la pension de titres	16
2. Définitions dans la réglementation suisse	19
3. Terminologie	22
4. Autres caractéristiques	24
5. Collatéral et collatérisation	25
B. Typologie des pensions de titres	25
1. Pension générale ( <i>general collateral</i> ) ou spéciale ( <i>special</i> )	25
2. Durée	26
3. Intervention d'un tiers agente ( <i>triparty agent</i> )	26
4. Livraison des titres	27
5. Monnaie de la transaction	27
6. Types de titres utilisés	27
7. Mode de conclusion	28
a) Sans système de négoce électronique	28
b) Avec système de négoce électronique	28
(1) Sans contrepartie centrale	28
(2) Avec contrepartie centrale	29
C. Participants au marché	30
 <b>Chapitre 2: Fonctions</b>	
A. Fonction de mise à disposition d'argent	33
1. Point de vue de l' "emprunteur d'argent"	33
2. Point de vue du "prêteur d'argent"	34

3. Instrument de politique monétaire	35
4. Effet de levier	35
B. Fonction de cession temporaire de titres spécifiques	36
1. Point de vue du preneur	36
2. Point de vue du cédant	36
C. Stratégies d'arbitrage	36

### Chapitre 3 : Risques 39-47

A. Risque de marché lié aux titres	39
B. Risque de contrepartie	41
C. Risque de collatéral	43
D. Risque de liquidité du marché	43
E. Risque opérationnel (y compris risque juridique)	44
F. Risque de réinvestissement et risque de levier	45
G. Risque systémique	46

### Chapitre 4 : Délimitations 49-58

A. Prêt de titres ( <i>Securities lending</i> )	50
1. Notion	50
2. Points communs avec la pension de titres	50
3. Différences avec la pension de titres	51
B. <i>Sell/buy-back</i>	52
1. Notion	52
2. Points communs avec la pension	53
3. Différences avec la pension	53
4. Avenir du <i>sell/buy-back</i>	54
C. Crédit lombard	55
D. <i>Total return swap</i>	56
E. Report	57
F. La famille des cessions temporaires de titres	58

### Chapitre 5 : Les marchés des pensions dans le monde 59-74

A. Etats-Unis	59
B. Europe	63
1. Vers un grand marché unique européen des pensions de titres ?	63
2. Développement du marché français	66
3. Directive européenne sur les contrats de garantie financière	69
C. Suisse	70
D. Facteurs de développement des marchés de pensions	73

**Chapitre 6: Eurex Repo 75-86**

A. Fonctionnement général d'Eurex Repo CHF	76
B. Conditions de participation à Eurex Repo CHF	78
C. Pensions conclues entre participants	79
D. Les pensions de la Banque nationale suisse	82
E. Un petit frère pour Eurex Repo: Eurex SecLend	84

**DEUXIÈME PARTIE:****QUALIFICATION JURIDIQUE ET ASPECTS CONTRACTUELS****Chapitre 7: Qualification des pensions et dispositions applicables 89-107**

A. Notion et intérêt de la qualification	89
B. Le poids des origines	90
1. La problématique en droit américain	91
2. Droit anglais	92
C. La méthode de la qualification en droit suisse	93
D. Application de la méthode aux pensions	94
1. Identification des éléments typiques	94
2. Qualification en tant que double vente: le poids des origines	96
3. Prêt de consommation: une parenté refoulée	99
a) Prêt de consommation avec transfert de propriété	100
b) Prêt de consommation avec gage irrégulier	101
c) Double prêt de consommation	105
4. Résultat de la qualification en droit des contrats: un contrat innommé	105
5. Normes applicables aux pensions de titres?	106
a) Normes dispositives	106
b) Normes impératives	107

**Chapitre 8: Les contrats cadres standards 109-120**

A. Première caractéristique: "contrats standards"	109
1. Brève présentation des principaux contrats standards	110
a) Contrat cadre suisse pour opérations de repo (version bilatérale et version multilatérale)	110
b) <i>Global Master Repurchase Agreement</i> (GMRA)	110
c) <i>European Master Agreement</i> (EMA)	111
d) Rapport entre les différents contrats standards	111
2. Raisons de l'utilisation de contrats standards en matière de pension	112
3. Autres facteurs de standardisation	113

4. Conséquences de la standardisation	113
a) Type commercial	113
b) Les contrats standards en tant qu'usages commerciaux ?	114
B. Deuxième caractéristique: "contrats cadres" _____	115
1. Notion	115
2. Définition fonctionnelle du contrat cadre ?	117
3. Contrat cadre et obligation de conclure des transactions individuelles	118
4. Raisons de l'utilisation de contrats cadres	119
C. Les contrats cadres standards sont-ils des "conditions générales" ? _____	119

## **Chapitre 9: Contrat cadre et transactions individuelles** 121-128

A. Conclusion du contrat cadre _____	122
1. Conclusion des contrats cadres bilatéraux	122
2. Conclusion du Contrat cadre suisse version multilatérale	122
B. Les transactions individuelles _____	123
1. Conclusion de la transaction individuelle	123
2. Confirmations écrites des transactions	124
3. Effet contractuel des transactions individuelles	125
C. Une relation contractuelle globale _____	126

## **Chapitre 10: Obligations des parties et clauses contractuelles** 129-169

A. Obligations du cédant _____	129
1. Obligation de transfert initial des titres	129
a) Titres	130
(1) Approche fonctionnelle des titres dans les pensions	130
(2) Types	131
(3) Contraintes juridiques	132
(a) Banques et négociants	132
(b) Placements collectifs	133
(c) Institutions de prévoyance et institutions d'assurance	134
(d) Banque nationale	134
(e) Art. 211 al. 2bis LP	135
(f) Contrats cadres standards	136
(4) Facteurs économiques et pratiques	137
b) Quantité de titres	138
(1) En général	138
(2) Quantité de titres et marge initiale	139
c) Substitution des titres	139
(1) Droit de substitution	140
(2) Accord de substitution	141

2. Restitution de l'argent	141
3. Obligation de payer un intérêt	142
4. Autres obligations	145
B. Obligations du preneur	146
1. Paiement de l'argent dans la phase initiale	146
2. Restitution des titres dans la phase finale	146
3. Paiements de compensation	147
4. Exercice des droits de vote selon les instructions du cédant	149
5. Autres obligations	150
C. Marges	150
1. La marge initiale	151
2. Appels de marges	152
a) Le système	152
b) Paiements de compensation, substitution et droits de vote	154
c) Mécanismes analogues aux appels de marges : <i>repricing et adjustment</i>	154
D. Modalités d'exécution des obligations	155
1. Mode d'exécution pour le transfert des titres	155
2. Moyens de paiement	159
3. Monnaie des paiements	161
4. Moment d'exécution des obligations principales	161
a) Début de la pension	161
b) Fin de la pension	162
c) Exécution simultanée du transfert des titres et du paiement	163
5. Lieu d'exécution	165
a) Titres	165
b) Argent	166
E. Autres clauses contractuelles	167
1. Impôts et taxes	167
2. Moyens des parties en cas de contravention	168

## Chapitre 11 : Fin du contrat 171-182

A. Fin ordinaire d'une transaction individuelle	171
B. Fin ordinaire du contrat cadre	173
C. Fin extraordinaire	173
1. Clôture d'une transaction individuelle	173
2. Clôture de toutes les transactions individuelles	174
a) Cas de clôture de toutes les transactions individuelles par dénonciation	174
b) Cas de clôture automatique de toutes les transactions individuelles	175
c) Conséquences de la clôture anticipée	175

d) Conformité du régime de résiliation-compensation avec le droit suisse	176
(1) Droit privé	177
(2) Droit de la faillite	178
(a) L'art. 211 al. 2 LP	178
(b) L'art. 211 al. 2bis LP	179
(i) Application aux pension ?	179
(ii) L'art. 211 al. 2bis LP et les régimes contractuels de résiliation-compensation	181
<b>Chapitre 12 : Droit international privé</b>	<b>183-198</b>
A. Rattachement subjectif	183
1. Election de droit dans les contrats cadres	184
a) Contrats cadres suisses	184
b) GMRA	185
c) EMA	185
2. Election de droit dans une situation purement interne	186
B. Rattachement objectif	189
1. Rattachement objectif pour une pension individuelle	191
2. Rattachement objectif pour des pensions multiples soumises à un contrat cadre	193
a) Général	193
b) Difficultés supplémentaires pour l'EMA	194
3. Les critiques de la prestation caractéristique	195
C. Portée du droit désigné	197

### TROISIÈME PARTIE:

#### DROIT DES SOCIÉTÉS ET DROIT BOURSIER

<b>Chapitre 13 : Transfert d'actions et exercice des droits de vote</b>	<b>201-218</b>
A. Le cœur du problème : la dissociation entre propriété et risque de marché	202
B. Transferts de titres au regard du droit des sociétés	202
C. Exercice des droits de vote	205
1. Le rôle des droits de vote	205
2. Qui peut exercer les droits de vote pendant la cession temporaire de titres ?	205
a) Suspension des droits de vote	205
b) Interdiction de l'art. 691 al. 1 CO	206
c) Application de l'interdiction de l'achat de vote aux cessions temporaires de titres ?	206

d) Restrictions contractuelles à l'exercice des droits de vote	207
3. Le conflit qui résulte de cette situation	207
a) Des raisons d'agir	208
b) ... et des raisons pour le statu quo	209
c) Conclusion intermédiaire	210
4. Quel droit désirable?	211
a) Le débat au Royaume-Uni et les solutions qui en émergent	211
b) Code de l'International Corporate Governance Network	212
c) Le débat dans l'Union européenne	213
d) Les solutions envisageables en droit suisse	214
D. Effets sur l'offre obligatoire	217

## **Chapitre 14 : Transparence du marché et cessions temporaires** **219-241**

A. Obligation de déclarer les transactions (art. 15 al. 2 LBVM)	219
1. En général	219
2. Obligation de déclarer les opérations de pension et de prêt de titres?	220
3. Appréciation	220
a) Les raisons du non-assujettissement	221
b) Quelques réserves relatives au non-assujettissement	221
B. Obligation d'annonce de l'art. 685e CO	223
1. En général	223
2. Application aux pensions et prêts de titres	224
C. Publicité des participations	225
1. Obligation d'annonce de l'art. 663c al. 1 CO	225
2. Obligation d'annonce de l'art. 20 LBVM	226
a) Différents cas de figure	228
b) L'art. 12 OBVM-CFB	229
(1) Déclaration des opérations?	230
(2) "Peut exercer les droits de vote"	230
(3) Qui est concerné par l'obligation de déclarer?	232
(4) Les cessions temporaires de titres doivent-elles être annoncées en tant que telles?	234
c) Exemptions pour dépassements de seuils intrajournaliers	234
d) Exemption pour banques et négociants	234
e) Autres exemptions et allègements	234
f) Application de l'art. 15 OBVM?	236
g) Acquisition indirecte au sens des art. 9 al. 1 et al. 3 OBVM-CFB?	236
h) Propositions pour une réforme de l'obligation de déclarer	237
D. Obligation de déclarer dans le cadre d'offres publiques d'acquisition	239
E. Transactions des dirigeants	241

**QUATRIÈME PARTIE:**  
**ASPECTS COMPTABLES ET EXIGENCES DE FONDS PROPRES**

<b>Chapitre 15: Aspects comptables des cessions temporaires de titres</b>	<b>245-275</b>
A. Les différentes normes comptables applicables en Suisse	247
1. Règles comptables selon la forme juridique de l'entité	248
2. Règles comptables selon le régime d'autorisation et de surveillance	248
3. Règles comptables applicables aux sociétés cotées	248
B. US GAAP	249
1. Généralités	249
2. FAS 140	250
a) Le critère du contrôle	251
b) Application de la FAS 140 aux pensions et prêts de titres	252
(1) True sale ?	252
(2) Droit du preneur de mettre en gage ou d'échanger les actifs reçus ?	252
(3) Absence de maintien du contrôle effectif des actifs chez le cédant ?	252
(4) Paiement d'une "consideration" ?	253
c) Comptabilisation selon le schéma "emprunt garanti"	254
(1) Pensions de titres	254
(2) Prêt de titres	254
d) Comptabilisation selon le schéma "vente"	256
C. IFRS	256
1. Généralités	256
2. Comptabilisation et décomptabilisation d'actifs financiers selon IAS 39	258
3. Les étapes du raisonnement quant à la décomptabilisation des actifs	259
4. L'application du système aux pensions et prêts de titres	261
a) Traitement comptable d'une pension de titres	262
b) Traitement comptable d'un prêt de titres	262
D. Réglementation comptable suisse pour les banques et négociants	263
1. Généralités	263
2. La comptabilisation des pensions et prêts de titres selon les DEC-CFB	264
a) L'ancienne teneur des DEC-CFB	264
b) Le régime actuel	265
c) Résumé du régime de comptabilisation des pensions et prêts de titres	267
d) Opérations réalisées à titre fiduciaire	267
E. Placements collectifs de capitaux	268
F. Résumé de la comptabilisation dans les différents régimes	270
1. Principes communs	270

2. Différents critères de comptabilisation	271
3. Des différences non négligeables	272
G. Appréciation	273

## Chapitre 16: Exigences de fonds propres 277-296

A. Les principes de Bâle II et de sa transposition en droit suisse	278
B. Risque de crédit	280
1. Détermination des positions	281
a) Risque de crédit sur les émetteurs de titres détenus par la banque	282
b) Risque de crédit sur les contreparties aux cessions temporaires	282
2. Détermination des pondérations	283
a) Approche standard suisse et approche standard internationale	284
b) Approches fondées sur les notations internes (simple et complexe)	285
c) Prise en compte de sûretés et cessions temporaires de titres	286
(1) Approche simple	286
(2) Approche globale	287
(a) Décote nulle pour opérations sur système électronique	288
(b) Décote nulle pour opérations hors d'un système électronique	289
(3) Règle simplifiée pour l'approche standard suisse	290
(4) Prise en compte de sûretés dans les approches de notations internes	291
d) Prise en compte des accords de compensation	292
C. Risque de marché	292
D. Risque opérationnel	294
E. Résumé du traitement en fonds propres des cessions temporaires de titres	295
F. Conclusion	296

## Conclusions 297-304

Une si discrète révolution...	297
Problèmes de qualification juridique	298
Souplesse du droit suisse	298
Sources du droit contractuel: une nouvelle donne	299
Une opération garantie... et plus que cela	301
Cadre d'analyse pour les cessions temporaires de titres	301
(1) Transfert et restitution des titres	302
(2) Fonctions	302
(3) Risques	302
(4) Utilisation des critères	303

<b>Résumé</b>	<b>305-309</b>
<b>Abréviations</b>	<b>311-316</b>
<b>Bibliographie</b>	<b>317-338</b>
Documentation contractuelle	331
a) <i>Global Master Repurchase Agreement</i>	331
b) Contrat cadre suisse pour opérations de <i>repo</i>	331
c) Convention-cadre relative aux opérations sur instruments financiers ( <i>European Master Agreement – EMA</i> )	332
d) SIS et Eurex Repo	332
Réglementation, autoréglementation et documents officiels	333
a) Suisse	333
a. Actes fédéraux et ordonnances du Conseil fédéral	333
b. Messages du Conseil fédéral	334
c. Ordonnances, directive et circulaires de la Commission fédérale des banques	334
d. Ordonnance de la Commission des OPA	335
e. Règlement et directives de la SWX	335
f. Notes et directives de la Banque nationale suisse	335
g. Rapports de la Commission fédérale des banques	336
h. Directive et circulaire de l'ASB	336
i. Directives de l'Office fédéral des assurances privées (OFAP)	336
b) Union européenne	337
Principaux sites web utilisés	337

# TABLE DES SCHÉMAS

<b>Schéma I</b>	
Exemple d'une pension	17
<b>Schéma II</b>	
Prestations des parties pendant la durée de la pension	18
<b>Schéma III</b>	
Expositions courante et potentielle pendant la durée d'une pension (situation d'une perte de valeur des titres)	42
<b>Schéma IV</b>	
Fonctionnement général d'Eurex Repo CHF	77
<b>Schéma V</b>	
Arbre de décision de IAS 39 (§ AG 36)	260