

CHRONIQUE

GESTION COLLECTIVE



FABRICE
BUSSIÈRE
Direction
juridique
Amundi

Position ESMA du 18 décembre 2012 – Orientations sur les fonds cotés et autres questions liées aux OPCVM – Position AMF 2013-06.

Le marché des ETF, en fort essor ces dernières années, a suscité en 2010 des interrogations de la part des régulateurs, et ce, au regard de leurs règles de fonctionnement¹. La presse a largement fait écho de ces discussions, mettant notamment en avant le mode de réplique des indices financiers par les ETF (réplique physique ou synthétique)². Au niveau européen, l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) (plus connue sous son acronyme ESMA) s'est saisie du sujet et a publié des recommandations le 18 décembre 2012³. Alors que ses réflexions étaient initialement cantonnées aux seuls ETF, l'ESMA a identifié d'autres difficultés pouvant affecter tous les OPCVM coordonnés. Ces orientations viennent d'être reprises par l'AMF dans sa position n° 2013-06 sur les fonds cotés et autres questions liées aux OPCVM⁴. L'ESMA a entendu préciser et harmoniser, au niveau européen, les informations devant être communiquées aux porteurs des OPCVM indiciaires et les OPCVM cotés ainsi que préciser certaines techniques de gestion utilisées par les OPCVM, telles que les produits dérivés de gré à gré ou les cessions temporaires de titres. Ces orientations sont le résultat de négociations longues entre les différents États membres européens. L'AMF, dans sa position 2013-06, a repris l'ensemble des orientations définies par l'ESMA⁵. Elles s'articulent autour de six thèmes.

Le premier thème concerne les OPCVM indiciaires, dont la stratégie consiste, selon l'ESMA, à répliquer ou suivre la performance d'un ou plusieurs indices. On relèvera que la définition est plus large que celle posée par le Code monétaire et financier qui, dans son article R. 214-22, ne vise que la réplique d'un seul indice. Dorénavant, le prospectus d'un OPCVM indiciaire doit fournir quatre types d'informations :

- une description claire des indices concernés ainsi que des informations sur leurs composantes sous-jacentes ;
- une information sur la manière dont l'indice sera répliqué, par exemple si l'indice est répliqué physiquement

(totalement ou partiellement) ou de manière synthétique ;

- des informations sur le niveau anticipé d'écart de suivi *ex-post* (ou *tracking error*) ;

- enfin, une description des facteurs susceptibles d'influencer la capacité de l'OPCVM indiciaire à répliquer la performance de l'indice.

Ces informations sont pour l'essentiel déjà requises par l'Instruction AMF n° 2011-19⁶. On notera que l'information concernant le mode de réplique (physique ou synthétique) doit également figurer, sous une forme résumée, dans le document d'information clé pour l'investisseur. L'utilisation combinée des deux modes de réplique devrait être reconnue. Cette information doit permettre aux investisseurs, compte tenu des spécificités de ces OPCVM, de prendre une décision d'investissement en toute connaissance de cause. Les rapports semestriels et annuels comporteront des informations utiles aux investisseurs, sur l'ampleur du *tracking error* et des explications sur l'éventuel écart de performance annuelle entre le rendement de l'OPCVM et celui de l'indice reproduit. Les OPCVM indiciaires à effet de levier doivent en outre fournir aux investisseurs des informations supplémentaires.

Les OPCVM cotés (ou *Exchange Traded Funds* ou ETF) sont également impactés par les dispositions nouvelles de la position AMF n° 2013-06. L'ETF est défini comme « un OPCVM dont au moins une catégorie de parts ou d'actions est négociée tout au long de la journée sur au moins un marché réglementé ou un système de négociation multilatérale dont au moins un teneur de marché agit pour garantir que la valeur boursière de ses parts ou actions ne varie pas de manière significative par rapport à sa valeur d'inventaire nette et, le cas échéant, à sa valeur nette indicative ». On relèvera que, à suivre cette définition, tout OPCVM, indiciaire ou non, peut être qualifié d'ETF dès lors qu'il est coté. La différence avec le droit français est notable. L'article R. 214-22-1 du Code monétaire et financier adopte en effet une position plus restrictive, considérant que seuls les OPCVM indiciaires peuvent être cotés⁷. En outre, cette même disposition ne vise que l'admission de l'ETF sur un marché réglementé, alors que la définition proposée par l'ESMA, et reprise par l'AMF

1. V. Financial Stability Board, « Potential Financial Stability Issues Arising from Recent Trends in Exchange Traded Funds (ETF) », 12 avril 2011, disponible sur le site Internet du FSB.

2. V. Les Échos du 30 mai 2011, p. 31.

3. Orientations prises en application de l'article 16 du Règlement n° 1095/2010 du 24 novembre 2010 instituant une autorité de surveillance ; R. Krouri et M. Roussille, « Nouvelles lignes directrices de l'ESMA en matière de gestion d'actifs : nouveaux risques pour les sociétés de gestion », Bull. Joly Bourse, mars 2013, p. 128.

4. Position disponible sur le site Internet de l'AMF.

5. V. article 16-3 du Règlement n° 1095/2010 du 24 novembre 2010, préc.

6. Instruction AMF n° 2011-19 relative aux procédures d'agrément, à l'établissement d'un DICI et d'un prospectus et à l'information périodique des OPCVM coordonnés français et des OPCVM coordonnés étrangers commercialisés en France, disponible sur le site Internet de l'AMF.

7. Aux termes de cette disposition, « les actions ou parts d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières autorisées à la commercialisation en France dont la politique d'investissement a pour but de reproduire la composition d'un indice peuvent faire l'objet d'une admission aux négociations sur un marché d'instruments financiers réglementé à la condition que ces organismes aient mis en place un dispositif permettant de s'assurer que le cours de leurs actions ou parts ne s'écarte pas sensiblement de leur valeur liquidative ».

dans sa position n° 2013-06, couvre également les OPCVM dont les parts sont négociées sur un système multilatéral de négociation, au sens de la Directive MIF. L'acceptation posée par l'ESMA est donc sensiblement plus large. Outre ce point de définition, l'AMF exige des ETF de respecter dorénavant les conditions suivantes. Tout d'abord, un OPCVM coté doit désormais se dénommer « UCITS ETF ». Cet identifiant nouveau doit permettre à l'investisseur d'appréhender clairement l'OPCVM qui lui est proposé, notamment sa caractéristique principale résidant dans son admission à la négociation sur un marché financier. Cette dénomination doit figurer sur tous les documents réglementaires (documents d'information clé pour l'investisseur, statuts, prospectus) ainsi que les documents commerciaux de l'OPCVM. Cet identifiant est exclusif : un OPCVM non coté ne peut en conséquence l'utiliser. De la même manière, un OPCVM coté à gestion active doit être clairement identifié comme tel vis-à-vis des investisseurs, via son document d'information clé, son règlement, ses statuts ainsi que dans ses communications à caractère commercial.

La position de l'AMF, reprenant les orientations de l'ESMA, détaille également le régime des investisseurs sur le marché secondaire des OPCVM cotés, et ce, sur deux aspects :

- d'une part, les parts d'un ETF achetées sur le marché secondaire font généralement intervenir, pour leur cession, un teneur de marché. Cette situation, la plus courante en pratique, doit faire l'objet d'un avertissement dans le prospectus et la documentation commerciale de l'ETF, rappelant notamment que l'intervenant peut faire supporter des frais à la charge de l'investisseur ;
- d'autre part, si la valeur en Bourse de l'ETF s'écarte de façon significative de la valeur nette du portefeuille du fonds, toute action d'ETF achetée sur le marché secondaire doit alors pouvoir être cédée directement à l'OPCVM coté. Cette situation s'applique, selon l'AMF, dans des situations de perturbation de marché, comme l'absence d'un teneur de marché.

La position de l'AMF s'attache par ailleurs à encadrer davantage certaines techniques de gestion de portefeuille, à savoir les opérations d'acquisition et de cession temporaires de titres (pensions, prêts de titres). Comme le rappelle l'AMF, ces opérations sont autorisées et leur recours par l'OPCVM doit être communiqué aux porteurs, au titre de l'article 51-2 de la Directive OPCVM⁸ ainsi que de l'article 11 de la Directive 2007/16/CE du 19 mars 2007 sur les actifs éligibles⁹. L'information à fournir aux investisseurs, via le prospectus de l'OPCVM, est sensiblement renforcée par l'ESMA, notamment sur les risques de contrepartie et les conflits d'intérêts potentiels liés à ces opérations, ainsi que leur incidence sur le rendement de l'OPCVM. Par ailleurs, la nouveauté principale de la position AMF, reprenant la recommandation de l'ESMA, réside dans le fait que tous les revenus résultant

de ces opérations, nets des coûts opérationnels directs ou indirects, doivent être restitués à l'OPCVM. L'ESMA devrait préciser rapidement ce que recouvre le revenu net de coûts. L'AMF doit également préciser quelles seront les modalités d'affichage des rémunérations liées à ces opérations de gestion de portefeuille. Les autres recommandations énoncées par l'AMF, reprises de la position ESMA, sont déjà présentes dans le régime actuel des cessions temporaires de titres (article R. 214-18 du Code monétaire et financier).

Certains instruments financiers dérivés se trouvent désormais astreints, du fait des orientations définies par l'ESMA, à un régime plus strict. La position AMF n° 2013-06 renforce en effet le régime applicable aux contrats d'échange sur rendement global (*total return swap*) ou des instruments financiers présentant des caractéristiques similaires. Le champ d'application, compte tenu des nouvelles contraintes, devra être précisé avec soin par l'AMF¹⁰. En effet, s'agissant de ces opérations, l'AMF impose de nouvelles contraintes de diversification. Ainsi, lorsqu'un OPCVM conclut un tel contrat, les actifs sous-jacents doivent être pris en compte pour le calcul des ratios d'investissement des OPCVM. Aux termes de l'article 51-3 de la Directive OPCVM, « un OPCVM peut, dans le cadre de sa politique de placement et dans les limites fixées à l'article 52, paragraphe 5, investir dans des instruments financiers dérivés pour autant que, globalement, les risques sur les actifs sous-jacents n'excèdent pas les limites d'investissement fixées à l'article 52 ». Du fait de la rédaction assez large de cette disposition, elle a été interprétée différemment selon les États membres. Ainsi, en France, la règle de diversification a été comprise comme s'appliquant uniquement aux actifs sous-jacents de l'opération dérivé. En d'autres termes, seule l'exposition via ces opérations était prise en compte pour le calcul du ratio. L'ESMA va au-delà : le ratio doit également s'appliquer aux titres détenus physiquement par l'OPCVM, peu importe que leur performance soit échangée via un dérivé. Dorénavant, il faut donc comprendre que le ratio s'applique à un double niveau. Cette règle nouvelle doit protéger l'OPCVM en cas de défaillance de sa contrepartie. Par ailleurs, l'AMF considère que lorsque la contrepartie à l'opération dérivé dispose d'un pouvoir de décision discrétionnaire sur la composition de l'OPCVM ou sur l'actif sous-jacent du produit dérivé, un tel contrat doit alors être considéré comme un contrat de délégation de gestion et répondre ainsi au régime applicable à ces relations. La mesure doit protéger l'autonomie de gestion de la société de gestion.

L'AMF adopte des mesures communes aux produits dérivés et aux cessions temporaires de titres. Les garanties financières (*collateral*) servant à réduire l'exposition de l'OPCVM au risque de contrepartie doivent répondre à dix conditions. On se souvient que le règlement général AMF avait été récemment

8. Aux termes de cette disposition, « les États membres peuvent autoriser les OPCVM à recourir aux techniques et aux instruments qui ont pour objet des valeurs mobilières et des instruments du marché monétaire aux conditions et dans les limites qu'ils fixent pour autant que ces techniques et ces instruments soient employés aux fins d'une gestion efficace du portefeuille ».

9. Directive 2007/16/CE du 19 mars 2007 portant application de la Directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), en ce qui concerne la clarification de certaines définitions, publiée au JO du 20 mars 2007.

10. Une définition est proposée par l'Annexe I du Règlement délégué (UE) n° 231/2013 de la Commission du 19 décembre 2012 complétant la Directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les dérogations, les conditions générales d'exercice, les dépositaires, l'effet de levier, la transparence et la surveillance (texte de niveau II de la directive AIFM), publié au JOUE du 22 mars 2013. Un TRS serait « un accord aux termes duquel l'une des parties (le payeur du rendement global) verse à l'autre (le destinataire du rendement global) l'équivalent de la performance économique globale d'une obligation de référence. La performance économique globale inclut les revenus d'intérêts et les rémunérations, les plus-values ou moins-values résultant de mouvements du marché, et les pertes sur créances. L'exposition du FIA correspond à la valeur de marché des actifs de référence correspondants qui influent sur la performance économique du contrat d'échange ».

amendé en 2011 pour intégrer, en son article 411-82-1¹¹, les recommandations du CESR du 28 juillet 2010¹². Les orientations apportées par l'ESMA en 2012 viennent renforcer le cadre juridique applicable à ces opérations. Tout d'abord, les actifs reçus en garantie doivent être considérés comme « très liquides ». Selon l'ESMA, cette exigence signifie que ces actifs doivent se négocier sur un marché réglementé ou sur un système de négociation multilatérale à des prix transparents, de sorte que la garantie puisse être vendue à un prix proche de l'évaluation préalable à la vente. L'exigence d'une cotation peut soulever des difficultés, notamment sur le point de savoir si les instruments du marché monétaire non cotés se trouvent exclus des actifs éligibles. Une telle lecture restrictive serait surprenante au regard de l'objectif recherché. L'AMF devrait préciser ce point. Par ailleurs, « les garanties financières doivent faire l'objet d'une évaluation à une fréquence au moins quotidienne et les actifs affichant une haute volatilité de prix ne doivent pas être acceptés en tant que garanties financières, à moins que des décotes suffisamment prudentes soient appliquées ». Le texte devra être également précisé. On relèvera que cette condition est plus stricte que celle actuellement en vigueur qui impose que les actifs « reçus doivent pouvoir être valorisés au moins une fois par jour » (article 411-82-1 du règlement général AMF). À cette condition s'ajoute celle tenant à l'absence de corrélation entre la garantie financière et la contrepartie qui fournit cette garantie : en effet, le titre, objet de la garantie, ne doit pas être émis par la contrepartie. La condition figure déjà dans le règlement général AMF, mais rédigée dans des termes moins contraignants. Elle doit permettre à l'OPCVM, en cas de défaillance de la contrepartie, de bénéficier d'une garantie efficace.

La quatrième condition posée par l'ESMA est innovante. Elle concerne la diversification de la garantie financière. En effet, les garanties financières « doivent être suffisamment diversifiées en termes de pays, marchés et émetteurs ». Ce critère de diversification est considéré comme rempli lorsque l'exposition à un émetteur est limitée à 20 % de la valeur nette d'inventaire de l'OPCVM. Cette condition est nouvelle. Le règlement général actuel se contente simplement de préciser, dans son article 411-82-1-5°, qu'« une forte concentration des actifs reçus en garantie sur un même émetteur, un même secteur ou un même pays engendre un risque évident pour l'OPCVM ». La nouvelle règle est très générale et ne prévoit pas de dérogation selon le type d'émetteur. Elle se révélera assurément, en pratique, fort contraignante pour les gestions. En revanche, l'AMF assouplit le régime des garanties concernant leur conservation. En effet, l'autorité de tutelle indique que les garanties financières reçues en transfert de propriété doivent être détenues par le dépositaire. Les autres garanties peuvent être détenues par un tiers faisant l'objet d'une surveillance prudentielle et qui n'a aucun lien avec le « fournisseur » desdites garanties. La nouvelle règle est plus souple que celle actuellement en vigueur qui prévoit la conservation des garanties seulement par le dépositaire (article 411-82-1-7°). En revanche, aucune précision concernant la responsabilité du dépositaire n'est apportée par l'ESMA. La réutilisation des titres remis en

garantie est interdite : l'AMF considère que « les garanties financières autres qu'en espèces ne doivent pas être vendues, réinvesties ou mises en gage ». Cette règle se révélera contraignante pour les sociétés de gestion. S'agissant des garanties en espèces, elles peuvent être investies, mais uniquement sur des placements prédéfinis par la position de l'AMF. Les autres conditions posées par l'ESMA sont plus classiques.

Enfin, le dernier thème traité par l'ESMA, et reprise dans la Position AMF, concerne les indices financiers. Si celle-ci reprend en partie les dispositions déjà applicables en la matière (V. article R. 214-22 du Code monétaire et financier), elle apporte toutefois une nouveauté concernant les indices de matières premières. Elle indique à cet effet qu'un OPCVM ne peut pas investir dans des indices de matières premières qui ne sont pas constitués de différentes matières premières. Cette exigence de diversification n'est pas remplie lorsque l'indice repose sur différentes sous-catégories d'une même matière première. L'AMF indique que les sous-catégories d'une matière première ne peuvent pas être considérées comme une même matière première si elles ne sont pas hautement corrélées. Par ailleurs, l'indice doit être suffisamment représentatif. C'est la raison pour laquelle un OPCVM ne doit pas investir dans un indice si celui-ci a été créé et calculé à la demande d'un nombre limité de participants de marché et selon des spécifications de ces derniers. De la même manière, un investissement dans un indice dont la fréquence de rebalancement empêche les investisseurs de le répliquer n'est pas possible.

Les délais d'application de cette position AMF sont courts. En effet, tout nouvel OPCVM créé après le 18 février 2013 doit se conformer aux dispositions nouvelles. S'agissant des OPCVM existant avant cette date, ils bénéficient d'un délai d'application. Ainsi, s'agissant des orientations sur les indices, les OPCVM bénéficient d'un délai de 12 mois à compter du 18 février 2013. Les OPCVM structurés échappent aux dispositions nouvelles s'ils n'acceptent pas de nouvelle souscription à compter du 18 février 2013. Quant aux garanties financières constituées avant cette même date, elles devront respecter les dispositions nouvelles à compter du 18 février 2014. Enfin, les ETF devront se conformer à ces prescriptions 12 mois après le 18 février 2013 ou à la première occasion. Un questionnaire de l'ESMA doit très prochainement compléter ces orientations.

Il est important de rappeler que cette position de l'AMF s'applique aux seuls OPCVM coordonnés au sens de la Directive OPCVM. Il conviendra, lors de la transposition de la Directive AIFM en droit français, de bien dissocier, sur les différents points traités par la Position AMF 2013-06, le régime applicable aux OPCVM coordonnés de celui applicable aux fonds d'investissement alternatifs. Enfin, ces dispositions nouvelles, notamment celles sur les garanties financières, devront être examinées au regard du Règlement n° 648/2012 du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (Règlement dit EMIR)¹³. ■

11. Arrêté du 3 octobre 2011 portant homologation des modifications du règlement général de l'AMF, JO du 20 octobre 2011.

12. Committee of European Securities Regulators, « CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS », CESR 10-788, disponible sur le site de l'ESMA.

13. S. Saint-Pé, « Le règlement EMIR et les produits dérivés non compensés : vue des asset managers », Bull. Joly Bourse, janvier 2013, p. 35 ; Dossier « La réforme européenne des dérivés », sous la direction de Th. Bonneau, Rev. Dr bancaire et financier, janvier-février 2013, p. 64 et s.