

Consultation publique de l'AMF relative aux propositions de mise à jour de sa doctrine concernant les ETF de droit français

1. Contexte, objectifs et modalités pratiques de cette consultation

1.1. Contexte et objectifs

Les fonds indiciels cotés, ou ETF, ont connu une croissance spectaculaire ces dernières années : au 3^{ème} trimestre 2016, leur encours sous gestion a atteint 2 852 milliards d'euros, soit 7 % de l'encours total de la gestion collective dans le monde, et une augmentation de l'encours annuelle de 20 % sur les 4 dernières années. Dans ce contexte de développement rapide, l'AMF suit avec attention les évolutions du marché et ses impacts, notamment en termes de liquidité et de stabilité.

Dans une volonté d'adapter et renforcer le cadre applicable, le régulateur soumet à consultation publique trois propositions d'évolution de sa doctrine. Ces propositions sont soumises à une consultation pendant une durée de 2 mois, du 24 mars 2017 au 24 mai 2017.

1.2. A qui s'adresse cette consultation ?

Cette consultation est destinée aux :

- investisseurs et leurs représentants ;
- sociétés de gestion de portefeuille ;
- établissements de crédits ;
- entreprises d'investissement ;
- associations professionnelles ;
- associations de consommateurs ;
- cabinets d'avocats, en particulier ceux intervenant auprès de l'industrie financière.

1.3. Modalités et délai de réponse

Cette consultation prendra fin **le 24 mai 2017**. Les participants sont invités à envoyer leurs réponses et commentaires à l'adresse suivante : directiondelacommunication@amf-france.org

2. Propositions soumises à consultation

La présente consultation publique porte sur les quatre propositions suivantes.

2.1. 1^{ère} proposition : Clarifier la possibilité pour les ETF de droit français de rembourser les demandes de rachat en nature sur le marché primaire (hors cas de liquidation).

Pour tous les ETF de droit français¹, il est proposé de permettre à la société de gestion d'honorer en nature les demandes de rachats par les *Authorized Participants* (AP)² sur le marché primaire (hors cas de liquidation).

¹ Conformément aux articles (i) (a) L. 214-7, alinéa 4, L. 214-8, alinéa 2 et au I (OPCVM cotés) et II (OPCVM indiciels cotés) de l'article D. 214-22-1 du Code monétaire et financier (**CMF**), (b) L. 214-24-29, alinéa 4, L. 214-24-34, alinéa 2 et au I (fonds d'investissement à vocation générale (**FIVG**) cotés, hors FIVG dédiés visés à l'article L. 214-26-1) et II (FIVG indiciels cotés) de l'article D. 214-32-31 du CMF, (c) L. 214-139, R. 214-183 et R. 214-183-1 du CMF (fonds de fonds alternatifs (**FFA**) cotés) et (d) L. 214-143, R. 214-187 et R. 214-187-1 du CFM (fonds professionnels à vocation générale (**FPVG**) cotés) et (ii) 411-134 (OPCVM indiciels cotés) et 421-72-1 (FIVG, FFA et FPVG cotés) et 421-27-2 (« FIA » indiciels cotés) du Règlement général de l'AMF (**RGAMF**), ces ETF sont des organismes de placement collectif dont les actions ou parts peuvent faire l'objet d'une admission à la négociation sur un marché

Les instructions AMF n°2011-19 et 2011-20³, applicables respectivement (i) aux OPCVM et (ii) aux FIVG (fonds d'investissement à vocation générale), FFA (fonds de fonds alternatifs) et FPVG (fonds professionnels à vocation générale), prévoient actuellement pour les FCP un remboursement exclusivement en numéraire, sauf en cas de liquidation du fonds lorsque les porteurs de parts ont signifié leur accord pour être remboursés en titres⁴, tandis que rien n'est précisé pour les SICAV⁵. Il est dès lors proposé d'insérer dans ces instructions une mention spécifique sur le rachat en nature, concernant uniquement les ETF. La nouvelle rédaction proposée est présentée en annexe II. Elle comporterait la mention suivante :

Lorsque le fonds est un ETF, les rachats sur le marché primaire peuvent exceptionnellement s'effectuer en nature hors cas de liquidation du fonds, dans des conditions définies en accord avec les porteurs de parts ou actionnaires.

Pour mémoire, seuls les AP et certains investisseurs professionnels interviennent sur le marché primaire des ETF. Le rachat en nature proposé ne concernera donc pas les investisseurs particuliers.

Afin d'assurer une égalité de traitement des porteurs de parts ou actionnaires, la société de gestion devra être capable de rembourser un sous-ensemble de titres représentatif de l'ensemble des actifs sous-jacents de l'ETF, notamment en termes de liquidité. En effet, il ne faudrait pas qu'un investisseur obtienne les titres les plus liquides du fonds, au détriment des porteurs de parts ou actionnaires restants.

La possibilité pour la société de gestion d'honorer les demandes de rachats en nature pourrait faciliter sa gestion de la liquidité. En effet, en cas de conditions de liquidité très dégradées, la société de gestion pourrait transférer à l'AP des actifs du panier d'actifs sous-jacent à l'ETF au lieu d'honorer les demandes de rachats en numéraire. Cela permettrait ainsi d'éviter à la société de gestion de vendre ses titres à des prix trop dégradés lorsque certains actifs sous-jacents deviennent illiquides ou difficilement valorisables, sans pour autant suspendre les souscriptions et les rachats. En cas de remboursement en nature, le risque de liquidité serait ainsi transféré à l'AP et ensuite, indirectement, au marché secondaire, ce qui devrait limiter, y compris en période normale, la perception de liquidité accrue de ce dernier par rapport à la liquidité des actifs sous-jacents.

La possibilité de rembourser en nature serait ouverte quelle que soit la méthode de réplification utilisée par l'ETF. En tout état de cause, son application demeurerait de la responsabilité de la société de gestion, qui devra continuer d'agir dans le seul intérêt des porteurs de parts ou actionnaires.

d'instruments financiers réglementés ou sur un système multilatéral de négociation et (s'agissant OPCVM et FIVG indiciels cotés) dont l'objectif de gestion peut être fondé sur un indice.

² Contrairement aux actions, les parts ou actions d'ETF ne sont pas admises à la négociation sur un marché réglementé via une offre au public. A la place, les ETF reposent sur un mécanisme de création et de destruction des parts ou actions qui permet d'ajuster le nombre de parts ou actions du fonds en circulation en fonction de la demande. Ce processus de création et de destruction a lieu une fois par jour sur le marché primaire et ne peut être réalisé que par un nombre limité d'intervenants qualifiés appelés les participants autorisés, ou AP (« *authorized participants* ») – qui sont généralement d'importants courtiers ou des banques.

³ Instruction n° 2011-19 relative aux procédures d'agrément, établissement d'un DICI et d'un prospectus et information périodique des OPCVM français et des OPCVM étrangers commercialisés en France et instruction n° 2011-20 relative aux procédures d'agrément, établissement d'un DICI et d'un prospectus et information périodique des fonds d'investissement à vocation générale, fonds de fonds alternatifs et fonds professionnels à vocation générale.

⁴ L'article 3 du Règlement-type (Annexe XV des instructions AMF n°2011-19 et 2011-20) précise les règles qui s'appliquent actuellement aux FCP.

⁵ L'article 8 des Statuts-types (Annexe XVI des instructions 2011-19 et 2011-20) précise les règles applicables aux SICAV et renvoie au prospectus pour la communication aux investisseurs des conditions et modalités applicables aux rachats. L'Annexe XIV aux instructions 2011-19 et 2011-20 (plan-type du prospectus) comporte des développements sur les rachats pour les ETF, mais aucune précision concernant les rachats en nature.

Question 1 :

Avez-vous connaissance d'autres conditions de remboursement en nature déjà appliquées, notamment en Europe ?

Question 2 :

Le remboursement en nature, tel que proposé, vous semble-t-il être un outil utile de gestion de la liquidité pour les sociétés de gestion d'ETF?

2.2. 2^{ème} proposition : Mettre en place un plan d'action en cas de difficultés importantes de valorisation ou de liquidité sur le marché des actifs sous-jacents, afin d'envisager une suspension des souscriptions et des rachats.

En cas de suspension temporaire de la cotation d'une partie du panier de titres représentatifs de l'indice, la société de gestion utilise d'autres méthodes pour le calcul de la valeur liquidative (VL) en fin de journée comme, par exemple, la valorisation du contrat *future* correspondant (quand les contrats *futures* sur l'indice sous-jacent existent) ou bien les futures prédictibles (« proxy ») ou d'autres titres tels que des ADRs (*American Depositary Receipts*) ou GDRs (*Global Depositary Receipts*).

Lorsqu'une partie importante des titres de l'indice répliqué a été suspendue de la cotation et que les autres instruments évoqués ne sont pas disponibles, leur valorisation peut être parfois très approximative, ce qui peut entraîner un calcul de la VL lui-même très approximatif, ne permettant pas un traitement équitable des porteurs.

Il est ainsi proposé de modifier la Position-recommandation AMF n°2011-25, « Guide du suivi des OPC », en y insérant une nouvelle partie 7 consacrée au suivi spécifique des ETF, faisant figurer la recommandation suivante⁶ :

7. Suivi des ETF : information de l'AMF en cas de problème de liquidité sur le marché sous-jacent

Recommandation

Dès lors que le poids des sous-jacents suspendus représente plus de 10% de l'indice suivi, il est recommandé à la société de gestion d'informer l'AMF dans les plus brefs délais de son plan d'action et de justifier sa décision, documentée au regard des conditions de liquidité du ou des marchés sous-jacents, de suspendre ou de continuer à honorer les souscriptions et les rachats sur le marché primaire, dans le meilleur intérêt des porteurs.

Questions 3 & 4 :

Cette recommandation visant à informer l'AMF en cas de difficulté sur le marché vous semble-t-elle de nature à limiter les risques liés à la difficulté à valoriser ou de garantir un traitement équitable pour tous les porteurs ?

Pensez-vous que le seuil de 10% proposé est adéquat ?

Question 5 :

Pensez-vous qu'il serait souhaitable d'aller plus loin, en recommandant une suspension des souscriptions et des rachats sur le marché primaire, dès lors qu'un certain seuil de titres suspendus est atteint (et non une simple information de l'AMF) ?

Question 6 :

Une suspension des échanges des parts ou actions cotées d'un ETF (par une suspension de la cotation ou l'arrêt de la fourniture de liquidité par les AP), dès lors qu'un seuil de titres de l'indice sous-jacent suspendus est atteint, permettrait-elle de limiter davantage les risques ?

⁶ Le détail de la nouvelle partie proposée est présenté en annexe III.

2.3. 3^{ème} proposition : Préparer un plan d'action de continuité en cas de défaut ou d'évènement affectant une contrepartie.

Pour les ETF exposés à un risque de contrepartie (aussi bien dans le cadre du prêt/emprunt que dans le cadre de l'utilisation d'instruments financiers à terme), l'AMF souhaite recommander aux sociétés de gestion de se préparer opérationnellement à un défaut d'une contrepartie et de détailler le plan de continuité envisagé dans le programme d'activité de la société.

En cas de défaut ou de problème sur une contrepartie, l'impact peut être plus ou moins important en fonction de la technique de gestion de l'ETF et de la proportion dans laquelle ce dernier a recours au prêt/emprunt de titres ou bien à des instruments financiers à terme dans le cadre de sa réplique.

Afin de réduire au maximum le temps de latence suite au défaut d'une contrepartie, l'AMF souhaite recommander aux sociétés de gestion de se préparer à une telle situation en ayant établi un plan d'action prévoyant les différentes options permettant de poursuivre la réplique de l'indice dans le meilleur intérêt des porteurs. A titre d'exemple, pour les ETF en réplique indirecte, les risques de contrepartie sont généralement faibles puisque les contrats financiers sont réinitialisés régulièrement (pour les OPCVM, le risque de contrepartie ne peut pas dépasser 10% sur un émetteur) mais le défaut de la contrepartie d'un *total return swap* peut empêcher l'ETF de répliquer son indice.

Cette recommandation concernerait aussi bien le recours au prêt/emprunt de titres qu'aux instruments financiers à terme ou à toute autre technique de gestion efficace du portefeuille.

Il est proposé de modifier la Position-recommandation AMF n°2012-19, « Guide d'élaboration du programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille », en y insérant la mention ci-après⁷ :

Recommandation

Dans le cadre de la gestion des ETF, lorsque le fonds a recours à des techniques de gestion efficace du portefeuille ou à des contrats dérivés OTC, il est recommandé à la société de gestion de portefeuille d'avoir établi un plan d'action intégrant les différentes options s'offrant en termes de gestion de l'ETF en cas de défaut d'une ou plusieurs contreparties, dans le meilleur intérêt des porteurs.

Questions 7 & 8 :

Les sociétés de gestion d'ETF doivent-elles avoir des conventions-cadres actives avec au moins deux contreparties pour chaque opération (sans toutefois s'engager à aller jusqu'à la rédaction de la confirmation, qui peut se faire au moment où les parties entendent conclure une opération) ?

Quels seraient les coûts (humains et financiers) associés à la signature systématique de deux contrats-cadres pour une même opération, avec deux contreparties différentes ?

Question 9 :

Les sociétés de gestion ont-elles affaire à des événements affectant la capacité de la contrepartie à fournir la performance attendue, et comment peuvent-elles faire face à ces événements ?

⁷ Le détail de la nouvelle partie proposée est présenté en annexe IV.

Annexe I : Éléments de la doctrine actuelle concernant le rachat en nature

Le remboursement en nature est actuellement autorisé en France pour les OPC suivants, sous certaines conditions :

OPCVM et FIA : L'article 3 du Règlement-type des fonds (annexe XV des instructions 2011-19 et 2011-20) prévoit que « Les rachats sont effectués exclusivement en numéraire, sauf en cas de liquidation du fonds lorsque les porteurs de parts ont signifié leur accord pour être remboursés en titres. » Le délai de règlement maximum est de 5 jours, sauf en cas de circonstances exceptionnelles, où il peut être prolongé jusqu'à 30 jours, le temps de réaliser des actifs.

Les Statuts-types des SICAV (annexe XVI des instructions 2011-19 et 2011-20) ne prévoient rien concernant le rachat des actions, en nature ou en numéraire. En revanche, le plan-type du prospectus des SICAV (annexe XIV des instructions 2011-19 et 2011-20) comporte les dispositions suivantes sur les rachats pour les ETF, qui ne traitent pas des rachats en nature :

Instruction 2011-19, annexe XIV (page 12)

« f) pour un OPCVM dont l'objectif de gestion est fondé sur un indice et dont les parts ou actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé :

- conditions de souscriptions et de rachat du fonds sur le marché primaire
- admission et négociation des parts du fonds sur le marché secondaire.

Conformément à la position n° 2013-06, lorsque l'objectif de gestion de l'OPCVM est fondé sur un indice et que les parts ou actions de cet OPCVM sont admises aux négociations sur un marché réglementé, ces parts ou actions acquises sur un marché secondaire ne peuvent généralement pas être rachetées au niveau du fonds. Le prospectus et les communications à caractère commercial du fonds doivent comporter l'avertissement suivant : « Les parts ou actions de l'OPCVM coté (« UCITS ETF ») acquises sur le marché secondaire ne peuvent généralement pas être directement revendues à l'OPCVM coté. Les investisseurs doivent acheter et vendre les parts/actions sur un marché secondaire avec l'assistance d'un intermédiaire (par exemple un courtier) et peuvent ainsi supporter des frais. En outre, il est possible que les investisseurs paient davantage que la valeur liquidative actuelle lorsqu'ils achètent des parts/actions et reçoivent moins que la valeur liquidative actuelle à la revente. »

Dans le cas où les circonstances décrites au point 15 de la position n° 2013-06 doivent être réunies, un OPCVM dont l'objectif de gestion est fondé sur un indice et dont les parts ou actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé doit indiquer dans son prospectus la procédure à suivre par les investisseurs qui ont acheté leurs parts/actions sur le marché secondaire, ainsi que les éventuels coûts associés. »

Instruction 2011-20, annexe XIV (page 14)

« g) pour un FIA dont l'objectif de gestion est fondé sur un indice et dont les parts ou actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé :

- conditions de souscriptions et de rachat du fonds sur le marché primaire
- admission et négociation des parts du fonds sur le marché secondaire »

Annexe II : Proposition de modification de la doctrine concernant le rachat en nature

Il est proposé de modifier l'article 3 du Règlement-type des fonds (annexe XV des instructions 2011-19 et 2011-20) comme suit (nouvelle mention insérée en gras) :

Article 3 - Émission et rachat des parts

Les parts sont émises à tout moment à la demande des porteurs sur la base de leur valeur liquidative augmentée, le cas échéant, des commissions de souscription.

Les rachats et les souscriptions sont effectués dans les conditions et selon les modalités définies dans le prospectus.

Les parts de fonds commun de placement peuvent faire l'objet d'une admission à la cote selon la réglementation en vigueur.

Les souscriptions doivent être intégralement libérées le jour du calcul de la valeur liquidative. Elles peuvent être effectuées en numéraire et/ou par apport d'instruments financiers. La société de gestion a le droit de refuser les valeurs proposées et, à cet effet, dispose d'un délai de sept jours à partir de leur dépôt pour faire connaître sa décision. En cas d'acceptation, les valeurs apportées sont évaluées selon les règles fixées à l'article 4 et la souscription est réalisée sur la base de la première valeur liquidative suivant l'acceptation des valeurs concernées.

*Les rachats sont effectués exclusivement en numéraire, sauf en cas de liquidation du fonds lorsque les porteurs de parts ont signifié leur accord pour être remboursés en titres. **Lorsque le fonds est un ETF⁸, les rachats sur le marché primaire peuvent exceptionnellement s'effectuer en nature hors cas de liquidation du fonds, dans des conditions définies en accord avec les porteurs.** Ils sont réglés par le teneur de compte émetteur dans un délai maximum de cinq jours suivant celui de l'évaluation de la part.*

Il est par ailleurs proposé de modifier l'article 8 des Statuts-types des SICAV (annexe XVI des instructions 2011-19 et 2011-20) comme ci-après :

Article 8 - Émissions, rachats des actions

Mention optionnelle

Lorsque le fonds est un ETF¹, les rachats sur le marché primaire peuvent exceptionnellement s'effectuer en nature hors cas de liquidation du fonds, dans des conditions définies en accord avec les actionnaires.

⁸ Conformément aux articles (i) (a) L. 214-7, alinéa 4, L. 214-8, alinéa 2 et au I (OPCVM cotés) et II (OPCVM indiciels cotés) de l'article D. 214-22-1 du Code monétaire et financier (**CMF**), (b) L. 214-24-29, alinéa 4, L. 214-24-34, alinéa 2 et au I (fonds d'investissement à vocation générale (**FIVG**) cotés, hors FIVG dédiés visés à l'article L. 214-26-1) et II (FIVG indiciels cotés) de l'article D. 214-32-31 du CMF, (c) L. 214-139, R. 214-183 et R. 214-183-1 du CMF (fonds de fonds alternatifs (**FFA**) cotés) et (d) L. 214-143, R. 214-187 et R. 214-187-1 du CFM (fonds professionnels à vocation générale (**FPVG**) cotés) et (ii) 411-134 (OPCVM indiciels cotés) et 421-72-1 (FIVG, FFA et FPVG cotés) et 421-27-2 (« FIA » indiciels cotés) du Règlement général de l'AMF (**RGAMF**), ces ETF sont des organismes de placement collectif dont les actions ou parts peuvent faire l'objet d'une admission à la négociation sur un marché d'instruments financiers réglementés ou sur un système multilatéral de négociation et (s'agissant OPCVM et FIVG indiciels cotés) dont l'objectif de gestion peut être fondé sur un indice.

Annexe III : Proposition de modification de la Position-recommandation AMF n°2011-25, « Guide du suivi des OPC ».

Il est proposé de modifier la Position-recommandation AMF n°2011-25, « Guide du suivi des OPC » en y insérant une partie 7 rédigée comme suit :

7. Suivi des ETF⁹ : information de l'AMF en cas de problème de liquidité sur le marché sous-jacent

Recommandation

Dès lors que le poids des sous-jacents suspendus représente plus de 10% de l'indice suivi, il est recommandé à la société de gestion d'informer l'AMF dans les plus brefs délais de son plan d'action et de justifier sa décision, documentée au regard des conditions de liquidité du ou des marchés sous-jacents, de suspendre ou de continuer à honorer les souscriptions et les rachats sur le marché primaire.

⁹ Conformément aux articles (i) (a) L. 214-7, alinéa 4, L. 214-8, alinéa 2 et au I (OPCVM cotés) et II (OPCVM indiciels cotés) de l'article D. 214-22-1 du Code monétaire et financier (**CMF**), (b) L. 214-24-29, alinéa 4, L. 214-24-34, alinéa 2 et au I (fonds d'investissement à vocation générale (**FIVG**) cotés, hors FIVG dédiés visés à l'article L. 214-26-1) et II (FIVG indiciels cotés) de l'article D. 214-32-31 du CMF, (c) L. 214-139, R. 214-183 et R. 214-183-1 du CMF (fonds de fonds alternatifs (**FFA**) cotés) et (d) L. 214-143, R. 214-187 et R. 214-187-1 du CFM (fonds professionnels à vocation générale (**FPVG**) cotés) et (ii) 411-134 (OPCVM indiciels cotés) et 421-72-1 (FIVG, FFA et FPVG cotés) et 421-27-2 (« FIA » indiciels cotés) du Règlement général de l'AMF (**RGAMF**), ces ETF sont des organismes de placement collectif dont les actions ou parts peuvent faire l'objet d'une admission à la négociation sur un marché d'instruments financiers réglementés ou sur un système multilatéral de négociation et (s'agissant OPCVM et FIVG indiciels cotés) dont l'objectif de gestion peut être fondé sur un indice.

Annexe IV : Proposition de modification de la Position-recommandation AMF n°2012-19, « Guide d'élaboration du programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille ».

Il est proposé de modifier la Position-recommandation AMF n°2012-19, « Guide d'élaboration du programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille » en y insérant un « Focus sur les ETF » rédigé comme suit, comme cela a été fait pour d'autres instruments financiers, mais cette fois dans la partie « 3.2.5. Politique de meilleure exécution / sélection » :

3.2.5. Politique de meilleure exécution / sélection

[...]

Focus sur les ETF

Recommandation

Dans le cadre de la gestion des ETF¹⁰, lorsque le fonds a recours à des techniques de gestion efficace du portefeuille ou à des contrats dérivés OTC, la société de gestion doit avoir établi un plan d'action intégrant les différentes options s'offrant en termes de gestion de l'ETF en cas de défaut d'une ou plusieurs contreparties, dans le meilleur intérêt des porteurs. Ce plan d'action doit être détaillé dans le programme d'activité de la société de gestion.

¹⁰ Conformément aux articles (i) (a) L. 214-7, alinéa 4, L. 214-8, alinéa 2 et au I (OPCVM cotés) et II (OPCVM indiciels cotés) de l'article D. 214-22-1 du Code monétaire et financier (**CMF**), (b) L. 214-24-29, alinéa 4, L. 214-24-34, alinéa 2 et au I (fonds d'investissement à vocation générale (**FIVG**) cotés, hors FIVG dédiés visés à l'article L. 214-26-1) et II (FIVG indiciels cotés) de l'article D. 214-32-31 du CMF, (c) L. 214-139, R. 214-183 et R. 214-183-1 du CMF (fonds de fonds alternatifs (**FFA**) cotés) et (d) L. 214-143, R. 214-187 et R. 214-187-1 du CFM (fonds professionnels à vocation générale (**FPVG**) cotés) et (ii) 411-134 (OPCVM indiciels cotés) et 421-72-1 (FIVG, FFA et FPVG cotés) et 421-27-2 (« FIA » indiciels cotés) du Règlement général de l'AMF (**RGAMF**), ces ETF sont des organismes de placement collectif dont les actions ou parts peuvent faire l'objet d'une admission à la négociation sur un marché d'instruments financiers réglementés ou sur un système multilatéral de négociation et (s'agissant OPCVM et FIVG indiciels cotés) dont l'objectif de gestion peut être fondé sur un indice.