

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-3** propositions suivantes.

- 2.1. 1^{ère} proposition : Clarifier la possibilité pour les ETF de droit français de ~~rembourser~~ payer 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).

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 conditions définies dans le prospectus ou le règlement du fonds.

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-jacents 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

¹ Conformément aux articles (i) (a) L. 214-7, alinéa 4, L. 214-8, alinéa 2 et au I (OPCVM cotés) et II (OPCVM indicieux 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 indicieux 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 indicieux cotés) et 421-72-1 (FIVG, FFA et FPVG cotés) et 421-27-2 (« FIA » indicieux 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 indicieux 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.

~~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 réplcation 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.

Commenté [A1]: Cette partie évoque des points qui nécessitent un ensemble de précisions techniques pour éviter des confusions. Nous explicitons le fonctionnement technique dans notre réponse plus bas.

Question 1 :

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

L'AFG accueille très favorablement la proposition de l'AMF de clarifier (et d'étendre) la possibilité d'ouvrir le primaire hors cas de liquidation. L'AFG estime que les conditions définissant le cadre applicable à ce dispositif de rachats en nature doivent être détaillées dans le prospectus ou les statuts. Il n'est pas possible de demander l'accord des porteurs expressément sur cette mesure, surtout dans un fonds ouvert. Leur accord est plutôt de nature globale lors de l'investissement à condition que le prospectus ou les statuts précisent les conditions du rachat en nature.

Nos membres ont en effet connaissance d'autres cas en Europe (par exemple comme au Luxembourg) et sans oublier de mentionner les Etats Unis, qui appliquent déjà cette ouverture aux rachats en nature, hors cas de liquidation. En revanche, il ne s'agit pas d'une utilisation en conditions exceptionnelles mais d'une possibilité décrite dans le prospectus ou le règlement du fonds ouverte aux AP et investisseurs autorisés. En outre aux Etats Unis, il s'agit d'un standard de marché utilisé en conditions normales par les AP.

Nous souhaitons donc aligner l'utilisation de cet outil sur la pratique d'autres pays européens afin d'offrir le plus de souplesse à ce mécanisme pour servir au mieux l'intérêt des porteurs. Une utilisation « exceptionnelle » suppose de définir des conditions particulières pour racheter « in kind ».

Nous suggérons donc de formuler cette proposition comme suit :

Lorsque le fonds est un ETF, les rachats sur le marché primaire peuvent s'effectuer en nature hors cas de liquidation du fonds, dans des conditions définies dans le prospectus ou le règlement du fonds.

Les membres de l'AFG souhaitent clarifier le fonctionnement du « in kind », qui offre certes une souplesse très bienvenue, mais comporte également des points d'attention sur le plan opérationnel. C'est une opération dont l'utilisation répondra à un ensemble de facteurs et nécessitera une coordination opérationnelle entre la SGP et l'AP. En effet, il ne s'agit pas d'un flux opérationnel parts ou actions de l'ETF contre titres directement, mais plutôt de deux flux DVP (Delivery Versus Payment) qui est un mécanisme d'échange simultané des parts ou actions de l'ETF et titres contre espèces permettant de sécuriser les transactions par l'intermédiaire d'un broker. Ce sont donc deux livraisons contre cash qui ont lieu, ce qui n'est pas opérationnellement neutre. De plus, l'existence d'une « stamp duty » ou de la TTF doit être prise en compte. Par ailleurs le dispositif opérationnel à implémenter doit être discuté entre les deux parties, SGP et AP, à la fois sur la décision d'application et sur la mise en œuvre. Dans de nombreux cas, ce n'est pas « exactement » l'indice que l'ETF livrera (il peut y avoir des ajustements), mais toujours dans le respect du devoir fiduciaire envers les porteurs.

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?

Oui, les membres de l'AFG estiment clairement que le remboursement en nature est un outil utile de gestion du risque de liquidité pour les fonds, y compris les ETF. En cas de stress de marché, les APs peuvent préférer être payés en titres pour pouvoir les revendre sur le marché dans de meilleures conditions de marché que les conditions de valorisation telles que définies dans le prospectus ou dans le règlement du fonds. Cela leur permet d'obtenir de meilleurs prix et d'améliorer le prix en secondaire de l'ETF, ce qui est dans l'intérêt du porteur.

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 se conforme à ce qu'elle a indiqué dans le prospectus ou le règlement du fonds. Ainsi lorsqu'elle indique utilisée les cours de clôture de l'indice pour déterminer la valeur liquidative, la SDG suit les règles de calcul de la clôture de l'indice telles que définies par le promoteur de l'indice. Si le promoteur de l'indice continue à calculer un cours de clôture pour l'indice de référence en utilisant les derniers cours connus sur les titres suspendus alors la valeur liquidative est calculée sur cette base et selon les mêmes règles. Si le promoteur de l'indice annonce ne plus être en mesure de déterminer une valeur de clôture pour l'indice alors en l'absence de possibilité de calcul d'une valeur liquidative, et selon les conditions au prospectus ou dans le règlement du fonds, la SDG peut se retrouver dans une situation où elle ne peut plus calculer de valeur liquidative et honorer les souscriptions et rachats en numéraire mais elle pourra accepter les rachats en nature avec une valorisation basée sur les derniers cours connus, 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 (des « proxy ») ou d'autres titres tels que des ADRs (American Depositary Receipts) ou GDRs (Global Depositary Receipts).

Mis en forme : Non Surlignage

Mis en forme : Non Surlignage

Mis en forme : Non Surlignage

Mis en forme : Surlignage

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.

Mis en forme : Police :9 pt, Surlignage

Commenté [A2]: Ce qui était décrit auparavant correspond au marché secondaire et aux moyens utilisés par les market makers pour coter l'ETF dans la journée.

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, dont la cotation est suspendue suspendue du fait de conditions exceptionnelles de marché et pouvant durer dans le temps, représente plus de 10% de l'indice suivi et hors fermeture annoncée, 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.

Commenté [A3]: Le critère de cotation ne s'applique pas sur les sous-jacents obligataires, donc nécessité de préciser que cette recommandation vise les indices actions et matières premières

Mis en forme : Non Surlignage

Mis en forme : Non Surlignage

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

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 ?

La proposition visant à suspendre les souscriptions rachats sur le marché primaire a le double avantage de clarifier une pratique existante (utilisée par le passé dans des cas très ponctuels et précis) et de respecter la flexibilité nécessaire à la protection des intérêts des porteurs dans des circonstances très variées.

Nous proposons toutefois de mentionner que la suspension ne s'appliquera qu'en cas de circonstances exceptionnelles et pouvant durer dans le temps autres que par exemple :

- Les prises en compte des plages de cotations (fuseaux horaires) et de l'ouverture des marchés sous-jacents (par ex une place de cotation fermée, US le matin ou Asie l'après-midi)
- La prise en compte du caractère particulier d'indices où une partie de l'indice ne cote pas pour des raisons naturelles (par ex l'indice MSCI World ou Emerging)
- Les fermetures annoncées comme les jours fériés

Pour reprendre ce dernier exemple, lorsque le marché est fermé comme pour le Nouvel An chinois (souvent entraînant une fermeture de plusieurs jours sur certains marchés asiatiques) ou le 31 décembre, les market makers sont capables d'assurer la liquidité en secondaire en utilisant notamment des « proxy », des ADRs, des GDRs, et conformément aux règles de publication des VL mentionnées dans les prospectus des fonds.

Rappelons aussi que certains sous-jacents ne sont pas cotés (sous-jacents obligataires) et que pour ceux-ci le critère d'absence de cotation n'est pas pertinent. Il convient donc de reformuler la proposition si dessus.

Cette obligation sera difficilement réalisable en temps réel. Il y a toujours besoin d'un laps de temps d'évaluation de la situation. L'absence de cotation d'une partie de l'indice et la suite à donner concerne tous les marchés de négociation de l'ETF, et souvent pas seulement la France. Un devoir d'informer l'AMF devrait se faire dans un délai raisonnable et ne serait qu'une réponse partielle, les autres régulateurs impliquant la surveillance des autres marchés n'auraient pas la même règle. Nos membres estiment que l'information de l'AMF, bien qu'utile pour le régulateur et son propre suivi, n'est pas de nature à changer la situation sur le plan de la liquidité d'une partie de l'indice répliqué

Nos membres s'interrogent sur la pertinence du seuil de 10% qui peut sembler arbitraire au vu de la disparité des situations et classes d'actifs. Il est jugé peut-être plus pertinent et utile de rendre effective cette obligation d'information du régulateur en cas de crise politique ou de force majeure.

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) ?

Non. Aller plus loin serait contreproductif. La SGP agit dans le seul intérêt des porteurs de parts ou actionnaires et la suspension des souscriptions et des rachats sur le marché primaire a des conséquences sur la liquidité de l'ETF sur le marché secondaire qui est assurée par les market makers. La SGP est à même d'évaluer les conditions de liquidité que les market makers peuvent assurer pour les porteurs de parts ou actionnaires avant de prendre une décision quant à la suspension des souscriptions et des rachats.

De plus, les ETF sont généralement cotés sur plusieurs bourses et une disposition plus contraignante déstabiliserait le fonctionnement de l'ETF (voire celui des marchés) s'il doit être considéré fermé sur un marché (en France) et ouvert sur d'autres du fait de règles différentes par pays.

Enfin, les indices répliqués par les ETF suivent eux-mêmes des règles de gestion des suspensions de titres qui sont par construction différentes entre indices. Imposer une suspension des souscriptions et des rachats dès lors qu'un pourcentage arbitraire de titres est suspendu pourra créer des situations où l'ETF suspendra sa NAV alors que l'indice sous-jacent n'a pas été suspendu - par exemple si la méthodologie de l'indice considéré prévoit des moyens de couverture qui sont disponibles quand les titres considérés sont suspendus.

Il est donc nécessaire de conserver une flexibilité au mécanisme de suspension sans rendre la disposition automatique.

Par ailleurs, la possibilité d'utiliser le rachat « in kind » proposée plus haut peut s'avérer être une solution dans certains cas.

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 ?

Non. Nos membres estiment qu'il y a déjà des règles pour la cotation édictées par les bourses. Il est déjà possible de demander la suspension de la cotation si la SGP estime que la valorisation ne se fait pas dans de bonnes conditions d'après son appréciation des conditions de marché. La décision est prise après que la SGP a échangé avec la surveillance des marchés d'Euronext en France, par exemple.

La suspension du marché secondaire peut s'appliquer suite à une suspension du marché primaire mais elle n'est pas systématique :

- Elle peut inutilement empêcher les investisseurs de revendre
- Elle constitue un signal négatif au marché, et pourrait être source de déstabilisation injustifiée des marchés.

Enfin la suspension peut s'apprécier de manière très différente en fonction des ETF considérés.

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. La société de gestion tient ce plan à la disposition de l'AMF, dans le programme d'activité de la société.

Mis en forme : Police :9 pt

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 réplification.

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 réplification de l'indice dans le meilleur intérêt des porteurs. A titre d'exemple, pour les ETF en réplification 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 ~~la~~ Position-recommandation AMF n°2011-25, « Guide du suivi des OPC » ~~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-après~~⁷:

Mis en forme : Police :9 pt

Mis en forme : Police :9 pt

Mis en forme : Police :9 pt, Non Expositant/ Indice

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/instruments/contrats financiers à terme négociés de gré à gré à terme~~ ~~OTC~~ ~~gré- et/ou à du prêt/emprunt de titres~~, 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 ?

Rappelons que les sociétés de gestion mettent aujourd'hui tout en œuvre pour choisir des contreparties de qualité avec lesquelles contractualiser. Elles ont mis en place une gestion du risque de contrepartie pour limiter ce risque bien en deçà du ratio réglementaire UCITS de 10% par contrepartie :

- Critères stricts sur la sélection de(s) contrepartie(s)
 - « Resets » à zéro fréquents, appels de marge quotidiens pour avoir une cible de « zéro risque de contrepartie » dans le cadre d'EMIR
 - Critères stricts sur le panier d'actifs (quand swap) ou collatéral (quand prêt de titres)
- Ceci tout en sachant que panier d'actifs et collatéraux sont, dans un fonds UCITS, propriété du fonds et détenu(s) sur un(des) compte(s) ségrégué(s) chez le dépositaire.

Le risque lié au défaut d'une contrepartie est un risque actuellement encadré par plusieurs mécanismes, notamment réglementaires comme les règles issues des réglementations SFTR, EMIR et UCITS. Les haircuts pratiqués sur le prêt de titres, la sur-collatéralisation et les remises à zéro (resets) appliquées aux instruments financiers à terme négociés de gré à gré encadrent le risque de contrepartie et constituent les garanties et procédures permettant de s'assurer contre les conséquences du défaut d'une contrepartie.

Concernant les conséquences opérationnelles pour la continuité d'activité du défaut d'une contrepartie, nos membres estiment que la recommandation de l'AMF d'avoir établi un plan d'actions est tout à fait judicieuse.

Le défaut d'une contrepartie peut être lié à différents événements de marché (comme par exemple : problème systémique, assèchement de la liquidité sur le marché ne permettant plus à la contrepartie d'assurer ses engagements, fraude, etc.) et par conséquent ne requerra pas la même solution. C'est un faisceau d'options que la SGP doit lister dans son plan d'actions.

La solution envisagée en cas de défaut d'une contrepartie dépend de chaque ETF et de son indice sous-jacent. Il n'existe pas de solution générale, unilatérale qui conviendrait à tous les cas de figure.

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

Dans le cas d'une contrepartie de swap, la SGP peut envisager (en fonction de ce qui lui est possible de faire et de ce qui sera optimal pour l'investisseur) :

- de basculer la partie allouée à cette contrepartie vers une autre contrepartie du fonds ou de changer de contrepartie ; La décision ne peut se prendre qu'au cas par cas, en connaissant la situation précise, les conditions de prix qu'offrent les différentes contreparties au moment de l'évènement affectant la contrepartie. La décision sera prise dans le meilleur intérêt des porteurs.

- si la 1^{ère} piste est difficile à mettre en œuvre, i.e. changer de contrepartie, la SDG pourra décider de passer en réplification physique, par ex sur les expositions actions ou obligataires « govies »
- ou de fermer le fonds, par ex en cas de conditions de crédit dégradées, ou sur des expositions « corporate » ou de stratégie (short et leverage).

Dans le cas d'une contrepartie de prêt emprunt, la SGP peut :

- continuer son activité de prêt avec une ou plusieurs autres contreparties pour lesquelles il existe un contrat cadre en place
- récupérer le collatéral déposé chez le dépositaire et racheter les titres prêtés pour continuer la gestion courante du fonds
- arrêter le prêt de titres : rappelons que le prêt n'est pas « obligatoire » pour gérer le fonds.

Concernant la question d'envisager une deuxième contrepartie pouvant servir de back-up, il existe dans de nombreux cas déjà des conventions-cadre ISDA signées au niveau de la SGP avec plus d'une contrepartie et pour de nombreux indices. . Rappelons aussi que le choix d'une contrepartie résulte d'un appel d'offres.

Aller plus loin, pourrait s'avérer préjudiciable pour les porteurs. En effet, s'accorder d'avance avec une deuxième contrepartie sans connaître les conditions de marché qui prévaudront au moment du défaut de la première ne permettrait plus de décider en fonction du meilleur prix offert et donc ne serait pas en accord avec la fiducie (notamment en termes de best execution) due aux porteurs de parts. Le prix se détermine au moment où l'on négocie en fonction, entre autres, de l'estimation du volume des transactions. Ladite contrepartie de back-up sera alors en position de proposer un prix à un gérant d'ETF qui sera lui en situation difficile (un défaut à gérer) et ne pourra pas se retourner vers un tiers car la contrepartie sera son back-up. Dans cette situation, le prix proposé par la contrepartie sera subi par le gérant d'ETF, même s'il n'est pas un prix de marché. En d'autres termes, finaliser un contrat de « back-up » avec une contrepartie de remplacement avec laquelle le fonds ne traitera est illusoire et risquerait de se faire à des prix non optimaux.

Par ailleurs, en cas d'urgence pour mettre en place les transactions telles que visées dans la proposition, disposer d'une convention-cadre active n'est pas seulement très lourd, c'est aussi superflu. Si un gérant d'ETF – comme n'importe quel gérant – doit traiter un ISDA ou un GMCLA en urgence car il a fait face à un défaut, il peut traiter sur la base d'une « Long Form », qui est un document reprenant toutes les caractéristiques de la transaction, dans lequel les parties indiquent sous quel type de régime elles se placent (t.q. ISDA). La mise en place de la convention cadre, qui est très longue car ayant vocation à couvrir toutes les situations de marché, pouvant intervenir dans un second temps. Cette démarche permet au gérant d'ETF de conserver sa capacité de best execution en traitant avec la contrepartie qui propose le meilleur prix.

Nos membres font valoir qu'ils ont déjà mis en place des swaps avec des contreparties tierces (hors situations de défaut). Dans une telle situation, le recours à une Long Form a permis de traiter rapidement, sans discontinuité dans la réalisation de l'objectif de gestion.

Enfin il est considéré peu adapté de loger le plan d'actions dans le cadre du programme d'activité, car ce document a certes vocation à s'appliquer aux ETF existants, mais également à ceux qui vont se lancer. Le plan d'actions doit pouvoir refléter les solutions adaptées aussi à la nature des nouveaux fonds qui se lancent. Il est plus pragmatique de demander aux SGP de tenir ce plan d'action à la disposition de l'AMF.

L'AFG se propose de préparer un document standardisé, document qui pourrait servir de trame pour la constitution des plans d'actions des SGP gérant des ETF.

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 ?

Non, nos membres n'ont pas connaissance d'événements affectant la capacité de la contrepartie à fournir la performance attendue.

Dans tous les cas, la best exécution (best sélection) s'applique pour la sélection des contreparties.

Annexe I : Eléments 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 vente. »

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 ETP⁸, les rachats sur le marché primaire peuvent exceptionnellement s'effectuer en nature hors cas de liquidation du fonds, et pour les investisseurs autorisés à accéder en permanence au marché primaire, dans des conditions définies dans le prospectus ou le règlement du fonds définies en accord avec les porteurs. Ils sont réglés livrés par le teneur de compte émetteur dans ~~un~~ les conditions définies dans le prospectus ou le règlement du fonds, 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 dans le prospectus ou le règlement du fonds en accord avec les actionnaires.

Mis en forme : Police : Non Gras

Mis en forme : Police : (Par défaut) Arial, 9 pt, Italique, Soulignement, Couleur de police : Noir, Échelle caractère : 100 %

Mis en forme : Police : Non Gras

Mis en forme : Police : Arial, 9 pt, Soulignement, Échelle caractère : 100 %

Mis en forme : Police : Non Gras

Mis en forme : Soulignement

Mis en forme : Police : (Par défaut) Arial, 9 pt, Italique, Soulignement, Échelle caractère : 100 %

Mis en forme : Soulignement

⁸ Conformément aux articles (i) (a) L. 214-7, alinéa 4, L. 214-8, alinéa 2 et au I (OPCVM cotés) et II (OPCVM indiciaires 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 indiciaires 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 indiciaires cotés) et 421-72-1 (FIVG, FFA et FPVG cotés) et 421-27-2 (« FIA » indiciaires 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 indiciaires 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 ETP⁹ : information de l'AMF en cas de problème de liquidité sur le marché sous-jacent

Recommandation

Dès lors que le poids des sous-jacents, dont la cotation est suspendue du fait de conditions exceptionnelles de marché et pouvant durer dans le temps, 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 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.

Commenté [A4]: Le critère de cotation ne s'applique pas sur les sous-jacents obligataires, donc nécessité de préciser que cette recommandation vise les indices actions et matières premières

Mis en forme : Non Surlignage

Mis en forme : Non Surlignage

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. Il s'agit bien des fonds cotés en continue et négociés en bourse et non des fonds distribués à la VL long form

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

Mis en forme : Non Surlignage

Il est proposé de modifier la Position-recommandation AMF n°2011-25, « Guide du suivi des OPC ». ~~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 »~~ le texte 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 » :~~

Mis en forme : Non Surlignage

~~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 instruments instrumentsecontrats financiers à terme OTC~~ à terme négociés de gré à gré et/ou à du prêt de titres 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. ~~la société de gestion tient ce plan d'action~~ doit être détaillé dans le programme d'activité de la société de gestion à la disposition de l'AMF.

¹⁰ Conformément aux articles (i) (a) L. 214-7, alinéa 4, L. 214-8, alinéa 2 et au I (OPCVM cotés) et II (OPCVM indicieux 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 indicieux 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 (iii) 411-134 (OPCVM indicieux cotés) et 421-72-1 (FIVG, FFA et FPVG cotés) et 421-27-2 (« FIA » indicieux 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 indicieux cotés) dont l'objectif de gestion peut être fondé sur un indice.