

## I

(Résolutions, recommandations et avis)

## RECOMMANDATIONS

## COMITÉ EUROPÉEN DU RISQUE SYSTÉMIQUE

## RECOMMANDATION DU COMITÉ EUROPÉEN DU RISQUE SYSTÉMIQUE

du 20 décembre 2012

concernant les organismes de placement collectif monétaires

(CERS/2012/1)

(2013/C 146/01)

LE CONSEIL GÉNÉRAL DU COMITÉ EUROPÉEN DU RISQUE SYSTÉMIQUE,

vu le règlement (UE) n° 1092/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 relatif à la surveillance macroprudentielle du système financier dans l'Union européenne et instituant un Comité européen du risque systémique<sup>(1)</sup>, et notamment son article 3, paragraphe 2, points b), d) et f), et ses articles 16 à 18,

vu la décision CERS/2011/1 du Comité européen du risque systémique du 20 janvier 2011 portant adoption du règlement intérieur du Comité européen du risque systémique<sup>(2)</sup>, et notamment son article 15, paragraphe 3, point e), et ses articles 18 à 20,

considérant ce qui suit:

- (1) Alors que les organismes de placement collectif monétaires (OPC monétaires) sont soumis à la réglementation des marchés de titres, ils constituent des éléments majeurs du système bancaire parallèle, du fait, notamment, qu'ils réalisent des opérations de transformation d'échéance et de liquidité, et qu'ils peuvent donc représenter un risque systémique.
- (2) Les investisseurs peuvent considérer les OPC monétaires, en particulier les OPC à valeur liquidative constante, qui visent à conserver la même valeur faciale, comme des alternatives sûres aux dépôts bancaires. Cependant, les OPC monétaires n'ont pas un accès direct à un filet de sécurité public tel qu'un financement par la banque centrale ou une garantie des dépôts. Ils risquent donc d'être confondus avec des dépôts bancaires bénéficiant d'un tel filet de sécurité.
- (3) D'une façon générale, les OPC monétaires ne bénéficient pas de dispositifs de soutien exprès et fermes de leurs sociétés promotrices, en général des banques, même si l'on a observé des cas dans lesquels les sociétés promotrices avaient activement accordé un soutien discrétionnaire et a posteriori à des OPC monétaires en difficulté.
- (4) Des études économiques prouvent que le comportement et la nature des OPC monétaires les exposent à des désengagements massifs des investisseurs, aux effets déstabilisants, qui peuvent se propager rapidement à d'autres organismes, portant ainsi atteinte à la liquidité et à la disponibilité du crédit à court terme, en particulier pour les banques. Les OPC monétaires à valeur liquidative constante peuvent être confrontés à un risque accru de désengagement massif des investisseurs lorsque ces derniers ont le sentiment que les organismes décevront leurs attentes d'un remboursement au pair.
- (5) Bien que les OPC monétaires n'aient pas provoqué la crise financière de 2007-2008, leur fonctionnement pendant la période de turbulences financières a mis en évidence qu'ils étaient susceptibles de propager, voire d'aggraver une crise. L'expérience acquise lors de la crise de 2007-2008 a montré que les OPC monétaires encouraient un risque de désengagement massif des investisseurs et peuvent avoir besoin du soutien des sociétés promotrices, en particulier pour maintenir leur valeur liquidative constante.
- (6) Les risques systémiques que les OPC monétaires peuvent engendrer proviennent donc de «l'avantage au premier sortant» conféré aux investisseurs, notamment valable pour les OPC à valeur liquidative constante, de la nature implicite et discrétionnaire du soutien accordé par les sociétés promotrices, ainsi que des liens étroits entre les OPC monétaires et le reste du système financier, en particulier les banques et les marchés monétaires.
- (7) À la suite d'une évaluation des causes de la récente crise financière, plusieurs autorités nationales de

<sup>(1)</sup> JO L 331 du 15.12.2010, p. 1.

<sup>(2)</sup> JO C 58 du 24.2.2011, p. 4.

réglementation et organisations internationales ont exprimé la nécessité de procéder à des réformes structurelles des OPC monétaires. Le 27 octobre 2011, le Conseil de stabilité financière (CSF) a publié un ensemble de premières recommandations destinées à renforcer la surveillance et la réglementation du système bancaire parallèle. Le CSF a notamment recensé, au titre des questions essentielles à traiter, le passage obligatoire à la valeur liquidative variable (VLV), l'imposition d'exigences en matière de fonds propres et de liquidité pour les OPC à valeur liquidative constante et la possibilité d'autres approches réglementaires.

- (8) En réponse à une demande du CSF, l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (OICV) a publié, le 9 octobre 2012, des recommandations de mesures visant à atténuer la vulnérabilité des OPC monétaires aux désengagements massifs des investisseurs. Alors qu'une grande partie de ces recommandations de l'OICV est déjà examinée au niveau de l'Union européenne, il subsiste certaines lacunes.
- (9) Aux États-Unis, les autorités de réglementation ont revu le cadre applicable aux OPC monétaires. En particulier, la Securities and Exchange Commission (SEC) (Commission des opérations de bourse américaine) a procédé à un remaniement de sa règle 2a-7. De plus, le 13 novembre 2012, Financial Stability Oversight Council – (FSOC) (Conseil de surveillance de la stabilité financière américain) a publié, à des fins de consultation publique, des propositions de recommandations concernant la réforme des OPC monétaires.
- (10) En mai 2010, le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERMV) a publié des lignes directrices pour la mise au point d'une définition harmonisée des OPC monétaires européens, dans l'optique d'instaurer de nouvelles normes communes en réaction aux dysfonctionnements révélés par la crise financière. Ces lignes directrices imposent notamment des normes strictes en termes de qualité et d'échéance du portefeuille, de gestion des risques et de communication. Ces lignes directrices non contraignantes concernent aussi bien les OPC monétaires soumis à la réglementation des OPCVM qu'aux autres, et ont été mises en œuvre par les États membres au niveau national.
- (11) La Commission européenne a indiqué son intention de mettre au point des mesures législatives sur les OPCVM dans toute l'Union, en étudiant notamment la nécessité d'une réglementation harmonisée et plus détaillée des OPC monétaires <sup>(1)</sup>.
- (12) Conformément au règlement (UE) n° 1092/2010, le Comité européen du risque systémique (CERS) peut également adresser à la Commission des recommandations portant sur la législation de l'Union pertinente. Ces recommandations visent à fournir des orientations générales, à ce sujet, à la Commission ainsi qu'à l'AEMF au titre de son rôle en matière de conseil et en matière de réglementation.
- (13) Même si des désengagements massifs d'investisseurs peuvent se produire dans tous les types de fonds

présentant des décalages de liquidité ou des asymétries d'échéance, les OPC à valeur liquidative constante ont des caractéristiques telles qu'on peut penser qu'un investisseur pourrait chercher à utiliser son avantage de premier sortant dans les périodes de tension sur les marchés financiers. La transformation en des OPC à valeur liquidative variable pourrait diminuer l'intérêt des actionnaires pour un désengagement massif lorsque l'OPC essuie une faible perte, et améliorer encore la transparence des cours. Cela peut aussi contribuer à faire face aux risques systémiques découlant des liens étroits entretenus par les OPC monétaires avec les sociétés promotrices et à réduire la nécessité et l'importance d'un soutien de ces sociétés.

- (14) L'utilisation générale, par les OPC monétaires, de la méthode de comptabilisation à la juste valeur et, seulement dans certains cas, de la méthode de comptabilisation au coût amorti, rendra transparents les cours pour les investisseurs, fera mieux comprendre à ces derniers les risques inhérents aux OPC monétaires et fera apparaître plus clairement la différence entre OPC monétaires et dépôts bancaires.
- (15) Les actifs liquides aident les OPC monétaires à rembourser leurs actionnaires et préviennent la vente d'actifs en urgence et à perte, tout en enravant les effets de contagion à d'autres OPC détenant des titres similaires. Par conséquent, la détention de montants minimums quotidiens et hebdomadaires, clairement définis, d'actifs liquides, garantira que les OPC monétaires sont en mesure de répondre à des demandes de rachats, potentiellement importantes, de la part des investisseurs et de résister aux périodes de volatilité des marchés. Des instruments efficaces de résolution des contraintes de liquidité, telles que des suspensions temporaires des rachats, aideront les OPC monétaires à faire face aux périodes de tension.
- (16) La publication, par les OPC monétaires, d'informations supplémentaires sur des caractéristiques essentielles telles que l'absence de garantie du capital, le soutien apporté par les sociétés promotrices et les méthodes d'évaluation, garantira que les investisseurs sont bien conscients des risques existants.
- (17) La fourniture, par les OPC monétaires, de rapports plus détaillés, permettra aux autorités de supervision de mieux comprendre l'évolution du secteur des OPC monétaires et d'identifier les sources de risque. Par conséquent, il conviendrait d'améliorer la production, de rapports réguliers par les OPC monétaires, notamment concernant la composition de leurs actifs et de leurs passifs, l'utilisation de la méthode de comptabilisation au coût amorti et le soutien accordé par la société promotrice. Il conviendrait également que l'autorité nationale de supervision compétente partage les informations pertinentes avec les autres autorités nationales et européennes compétentes.
- (18) Conformément au considérant 29 du règlement (UE) n° 1092/2010, il a été tenu compte des observations pertinentes émises par des parties prenantes du secteur privé lors de la préparation de la présente recommandation.
- (19) Cette recommandation est sans préjudice des mandats de politique monétaire des banques centrales dans l'Union.

<sup>(1)</sup> Consultation concernant les règles relatives aux produits, la gestion des liquidités, les dépositeurs, les fonds monétaires et les investissements à long terme, 26 juillet 2012.

(20) Les recommandations du CERS sont publiées après que l'intention du conseil général du CERS de procéder à la publication a été portée à la connaissance du Conseil de l'Union européenne et que celui-ci a eu la possibilité de réagir,

A ADOPTÉ LA PRÉSENTE RECOMMANDATION:

#### SECTION 1

##### RECOMMANDATIONS

#### **Recommandation A – Passage obligatoire à une valeur liquidative variable**

La Commission est invitée à s'assurer que la législation pertinente de l'Union:

1. exige des organismes de placement collectif monétaires (OPC monétaires) qu'ils présentent une valeur liquidative variable;
2. exige des OPC monétaires l'utilisation générale de la méthode de comptabilisation à la juste valeur et la limitation de l'utilisation de la méthode de comptabilisation au coût amorti à un certain nombre de cas prédéfinis.

#### **Recommandation B – Exigences en matière de liquidité**

La Commission est invitée à s'assurer que la législation pertinente de l'Union:

1. complète les exigences de liquidité actuellement applicables aux OPC monétaires, en imposant à ceux-ci la détention de montants minimums quotidiens et hebdomadaires, clairement définis, d'actifs liquides;
2. augmente la responsabilité des gestionnaires des OPC en ce qui concerne la surveillance du risque de liquidité;
3. garantit que les autorités nationales de supervision et les gestionnaires des OPC ont mis en place des instruments efficaces, tels que des suspensions temporaires des rachats, pour faire face aux contraintes de liquidité pendant les périodes de tension, que celles-ci soient dues à des évolutions propres à l'OPC ou à des tendances du marché.

#### **Recommandation C – Publication**

La Commission est invitée à s'assurer que la législation pertinente de l'Union:

1. exige des OPC monétaires qu'ils publient des informations spécifiques, y compris dans leurs documents commerciaux, qui attirent l'attention des investisseurs sur l'absence de garantie du capital et sur la possibilité d'une perte en capital;
2. exige des OPC monétaires qu'ils ne fassent référence, dans leurs publications, à un soutien possible de la société promotrice ou au fait qu'un soutien ou une protection peut être accordé, que s'il s'agit d'un engagement ferme de la part de la société promotrice, ce qui doit alors apparaître dans les exigences comptables et prudentielles de cette société;
3. exige des OPC monétaires qu'ils publient leurs méthodes d'évaluation, en particulier à propos du recours à la

méthode de comptabilisation au coût amorti, et qu'ils fournissent aux investisseurs des informations appropriées à propos des procédures de rachat applicables en période de tension.

#### **Recommandation D – Production de rapports et partage d'informations**

1. La Commission est invitée à s'assurer que la législation pertinente de l'Union:
  - a) exige de l'OPC monétaire ou de son gestionnaire, ainsi que de la société promotrice, qu'ils informent l'autorité nationale de supervision compétente de tous les cas de soutien, par une société promotrice, susceptibles d'avoir une incidence sur le cours de l'OPC monétaire, en y joignant une description complète de la nature et de l'importance de ce soutien;
  - b) améliore la production, par les OPC monétaires, de rapports réguliers;
  - c) garantit que les autorités nationales de supervision compétentes, le cas échéant, partagent les informations visées aux points a) et b) avec les autres autorités nationales de supervision, situées dans le même État membre ou dans d'autres États membres, les autorités européennes de supervision, les membres du Système européen de banques centrales et le CERS.
2. La Commission est invitée à promouvoir la production de rapports harmonisés et d'un ensemble harmonisé de données, ainsi que mentionné au point 1, b), ainsi que l'organisation du partage d'informations mentionné au point 1, c).

#### SECTION 2

##### MISE EN ŒUVRE

#### 1. **Interprétation**

1. Aux fins de la présente recommandation, on entend par:
  - a) «établissement de crédit»: un établissement de crédit tel que défini à l'article 4, paragraphe 1, de la directive 48/2006/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice <sup>(1)</sup>;
  - b) «autorité nationale de supervision»: une autorité compétente ou de supervision au sens de l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 3, point f), du règlement (UE) n° 1092/2010;
  - c) «organismes de placement collectif monétaires»: organismes de placement collectif de l'Union, soumis à une réglementation et à une supervision, dont le principal objectif est de préserver le capital du fonds tout en offrant un rendement conforme aux taux d'intérêt du marché monétaire, en investissant dans des instruments du marché monétaire ou dans des dépôts auprès d'établissements de crédit;

<sup>(1)</sup> JO L 177 du 30.6.2006, p. 1.

- d) «organisme de placement collectif à valeur liquidative variable»: un organisme de placement collectif monétaire qui ne vise pas à conserver une valeur faciale constante, de sorte que sa valeur liquidative fluctue. Ses actifs sont généralement valorisés selon la méthode de la juste valeur;
- e) «organisme de placement collectif à valeur liquidative constante»: un organisme de placement collectif monétaire qui vise à conserver une valeur faciale constante. Ses actifs sont généralement valorisés selon la méthode du coût amorti;
- f) «comptabilisation au coût amorti»: une méthode de comptabilisation qui prend en compte le coût d'acquisition du titre et ajuste sa valeur pour prendre en considération l'amortissement des primes ou des décotes jusqu'à l'échéance.
2. L'annexe fait partie intégrante de la présente recommandation. En cas de divergence entre l'annexe et le texte principal, celui-ci prévaut.

## 2. Critères de mise en œuvre

1. Les critères suivants sont applicables pour la mise en œuvre de la présente recommandation:
- a) la présente recommandation vise tous les OPC monétaires répondant à la définition énoncée;
- b) il y a lieu d'éviter l'arbitrage réglementaire;
- c) il est dûment tenu compte du principe de proportionnalité dans la mise en œuvre, en prenant en considération l'objectif et le contenu de chaque recommandation;
- d) les critères spécifiques pour la mise en œuvre de la présente recommandation figurent à l'annexe.
2. La Commission est invitée à communiquer au CERS et au Conseil les mesures prises en réaction à la présente recommandation ou à fournir une justification adéquate en cas d'inaction. Le rapport doit au moins contenir:
- a) les informations sur le contenu et le calendrier des mesures prises, y compris des mesures prises vis-à-vis des autorités européennes de supervision;
- b) une évaluation du fonctionnement des mesures prises sous l'angle des objectifs de la présente recommandation;

- c) une justification détaillée de toute inaction ou de tout écart par rapport à la présente recommandation, y compris les éventuels retards.

## 3. Calendrier du suivi

1. La Commission est invitée à communiquer au CERS et au Conseil les mesures prises en réaction à ces recommandations ou à fournir une justification adéquate en cas d'inaction, conformément au calendrier figurant ci-dessous:
- a) la Commission doit fournir au CERS au plus tard le 30 juin 2013 un rapport intermédiaire comprenant une première évaluation de la mise en œuvre des présentes recommandations;
- b) la Commission doit fournir au CERS et au Conseil au plus tard le 30 juin 2014 un rapport final sur la mise en œuvre des présentes recommandations.
2. Le conseil général peut prolonger le délai fixé au point 1 lorsque des initiatives législatives sont nécessaires pour se conformer à une ou à plusieurs recommandations.

## 4. Contrôle et évaluation

1. Le secrétariat du CERS:
- a) apporte son assistance à la Commission, y compris en fournissant des modèles appropriés et en donnant des précisions sur les modalités et le calendrier du suivi lorsque cela est nécessaire;
- b) vérifie le suivi effectué par la Commission, y compris en répondant à ses demandes d'assistance, et fait rapport sur le suivi au conseil général par l'intermédiaire du comité directeur.
2. Le conseil général évalue les mesures et les justifications communiquées par la Commission et, le cas échéant, détermine si la présente recommandation a été ou non suivie et si le destinataire a donné ou non une justification adéquate de son inaction.

Fait à Francfort-sur-le-Main, le 20 décembre 2012.

*Le président du CERS*  
Mario DRAGHI

ANNEXE À LA RECOMMANDATION DU CERS CONCERNANT LES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF  
MONÉTAIRES

**TABLE DES MATIÈRES**

|  | <i>Page</i> |
|--|-------------|
| LISTE DES ABRÉVIATIONS .....   | 6           |
| SYNTHÈSE .....   | 7           |
| INTRODUCTION .....   | 8           |
| I. INITIATIVES RÉGLEMENTAIRES RÉCENTES .....                                       | 8           |
| I.1 Initiatives internationales .....  | 8           |
| I.2 Initiatives européennes .....  | 9           |
| II. LIEN ENTRE OPC MONÉTAIRES ET STABILITÉ FINANCIÈRE .....                        | 10          |
| II.1 Avantage au premier sortant .....   | 10          |
| II.2 Soutien de la société promotrice .....  | 11          |
| II.3 Environnement économique actuel .....   | 12          |
| III. STRUCTURE DU SECTEUR EUROPÉEN DES OPC MONÉTAIRES .....                        | 12          |
| III.1 Portée de l'enquête ad hoc du CERS .....                                     | 12          |
| III.2 Vue d'ensemble des actifs des OPC monétaires .....                           | 14          |
| III.3 Vue d'ensemble des investisseurs en OPC monétaires .....                     | 19          |
| III.4 Concentration du secteur .....   | 21          |
| III.5 Écart par rapport au pair dans les fonds VLC .....                           | 22          |
| IV. RECOMMANDATIONS DU CERS .....  | 23          |
| IV.1 Portée des recommandations .....  | 23          |
| IV.2 Recommandation A: passage obligatoire à une valeur liquidative variable ..... | 23          |
| IV.2.1 Justification économique .....  | 23          |
| IV.2.2 Évaluation .....  | 26          |
| IV.3 Recommandation B: exigences en matière de liquidité .....                     | 30          |
| IV.3.1 Justification économique .....  | 30          |
| IV.3.2 Évaluation .....  | 33          |
| IV.4 Recommandation C: Publication .....   | 34          |
| IV.4.1 Justification économique .....  | 34          |
| IV.4.2 Évaluation .....  | 34          |
| IV.5 Recommandation D: production de rapports et partage d'informations .....      | 35          |
| IV.5.1 Justification économique .....  | 35          |
| IV.5.2 Évaluation .....  | 35          |
| IV.6 Suivi .....   | 36          |
| IV.6.1 Calendrier .....  | 36          |
| IV.6.2 Critères de conformité .....  | 36          |
| IV.6.3 Communication du suivi .....  | 37          |
| BIBLIOGRAPHIE .....  | 39          |

## LISTE DES ABRÉVIATIONS

- ABS:** titres adossés à des actifs (*asset-backed securities*, ABS)
- AEMF:** Autorité européenne des marchés financiers
- AES:** autorité européenne de supervision
- AIF:** autres intermédiaires financiers
- BCE:** Banque centrale européenne
- CERS:** Conseil européen du risque systémique
- CERMV:** Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières
- CSF:** Conseil de stabilité financière
- EUR:** euro
- FIA:** fonds d'investissement alternatif
- FSOC:** Conseil de surveillance de la stabilité financière (*Financial Stability Oversight Council*, FSOC)
- GBP:** livre sterling
- ICI:** Investment Company Institute
- IFM:** institution financière monétaire
- IMMFA:** Institutional Money Market Funds Association
- Mn:** million
- Mrd:** milliard
- OICV:** Organisation internationale des commissions de valeurs
- OPC:** organisme de placement collectif
- OPCVM:** organisme de placement collectif en valeurs mobilières
- RdM:** reste du monde
- SAFP:** sociétés d'assurance et fonds de pension
- SEBC:** Système européen de banques centrales
- SEC:** Securities and Exchange Commission
- SNF:** société non financière
- UE:** Union européenne
- USD:** dollar américain
- VL:** valeur liquidative
- VLC:** valeur liquidative constante
- VLV:** valeur liquidative variable
- WAL:** durée de vie moyenne pondérée (*weighted average life*, WAL)
- WAM:** échéance moyenne pondérée (*weighted average maturity*, WAM)

## SYNTHÈSE

La présente annexe fournit une documentation de référence aux recommandations du CERS, qui visent à étayer et évaluer la mise en œuvre, en Europe, des réformes du système bancaire parallèle proposées par le Conseil de stabilité financière (CSF) en matière d'OPC monétaires. Les OPC monétaires constituent des éléments majeurs du système bancaire parallèle. À l'instar des banques, ils réalisent des opérations de transformation d'échéance et de liquidité et peuvent être considérés par les investisseurs comme des alternatives sûres aux dépôts bancaires, en particulier les OPC à valeur liquidative constante (VLC), qui visent à conserver la même valeur faciale. Toutefois, même s'ils sont soumis à la réglementation des marchés de titres, les OPC monétaires ne font pas l'objet d'exigences en matière de réglementation bancaire, ce qui, dans certains cas, peut les rendre particulièrement vulnérables à des désengagements massifs des investisseurs, aux effets déstabilisants. Ils peuvent donc représenter une source de risque systémique important. Un autre risque provient de la nature implicite et discrétionnaire du soutien accordé par les sociétés promotrices; les fonds VLC sont plus susceptibles d'obtenir ce soutien.

Diverses initiatives réglementaires ont déjà été prises aux niveaux international et européen (par exemple, les recommandations de l'OICV d'octobre 2012 et les lignes directrices CERMV/AEMF de mai 2010) en matière de risques liés aux OPC monétaires. En outre, le CSF devrait publier en septembre 2013 les recommandations définitives de tous ses axes de travail sur le système bancaire parallèle. Aux États-Unis, le cadre réglementaire des OPC monétaires pourrait encore évoluer suite à la diffusion en novembre 2012, à des fins de consultation publique, des propositions de recommandations du FSOC. En Europe, la Commission devrait publier une proposition législative réformant le cadre applicable aux OPCVM et aux OPC monétaires au premier trimestre 2013. Les recommandations du CERS ainsi que leur annexe ont pour but de guider les travaux de la Commission dans ce domaine clé.

### Caractéristiques du secteur européen des OPC monétaires

Afin d'évaluer l'incidence potentielle des recommandations du CERS, un profil détaillé du secteur européen des OPC monétaires a été établi grâce, notamment, à la collecte de données ad hoc. En Europe, les OPC monétaires détiennent environ 1 000 milliards d'EUR d'actifs sous gestion, et trois pays (la France, l'Irlande et le Luxembourg) représentent un pourcentage agrégé de 95 % du total de ces actifs. Les investisseurs en OPC monétaires français sont essentiellement des résidents, tandis que ceux qui investissent dans des fonds irlandais et luxembourgeois sont en majorité des non-résidents. La plupart des OPC monétaires européens sont soumis au cadre réglementaire régissant les OPCVM. Les cinq principaux groupes gérant des OPC monétaires en Europe représentent 40 % du total du secteur et quatre d'entre eux sont liés à des banques.

Les OPC monétaires jouent un rôle important sur les marchés monétaires et détiendraient, selon des estimations, près de 25 % de l'ensemble des titres de dette à court terme émis dans la zone euro. Les institutions financières monétaires (IFM) représentent environ 75 % de leur exposition; dans le cas de l'Irlande, il s'agit surtout d'institutions hors UE. Les fonds irlandais et luxembourgeois détiennent une grande partie de leurs actifs en devises, essentiellement en dollars américain (USD) et en livres britanniques (GBP).

Sur une base agrégée, les OPC monétaires européens sont surtout utilisés par des investisseurs institutionnels, même si, dans quelques pays, ils sont habituellement un produit de détail. Les IFM sont elles-mêmes d'importants investisseurs en OPC monétaires; elles représentent plus de 30 % de la base d'investisseurs et ont une préférence pour les fonds VLC. Les OPC monétaires européens sont également recherchés par les investisseurs hors UE, surtout les fonds irlandais VLC. Les liens étroits entre les OPC monétaires et le reste du système financier sont encore renforcés par leur relation avec les sociétés promotrices, souvent des banques.

Un peu plus de 40 % des actifs sous gestion du secteur sont investis dans des OPC à valeur liquidative constante. Deux tiers d'entre eux se situent en Irlande, et un tiers au Luxembourg. D'une façon générale, ces fonds sont beaucoup plus importants que ceux à valeur liquidative variable (VLV), ils ont un profil de risque plus conservateur, une échéance plus courte, un niveau de liquidité plus élevé et une base d'investisseurs hors UE plus importante. Il convient de noter à cet égard que les lignes directrices CERMV/AEMF de 2010 imposaient aux OPC monétaires des normes concernant les actifs éligibles, leur qualité et leur échéance. Les données collectées par le CERS ont montré qu'environ 27 % des fonds VLC participant à l'enquête ont connu un écart de plus de dix points de base entre le pair et la valeur de marché de leurs actifs durant une période récente de cinq ans; aucun des fonds n'a indiqué avoir bénéficié du soutien d'une société promotrice.

### Les recommandations du CERS

Les recommandations du CERS sont proches de celles qui ont été publiées en octobre 2012 par l'OICV. Dans le cadre du traitement du risque systémique, le principal objectif des travaux de l'OICV est de réduire la vulnérabilité des OPC monétaires à des désengagements massifs des investisseurs. Les recommandations du CERS, qui s'appuient notamment sur les résultats d'un exercice spécifique de collecte de données, s'accompagnent d'une analyse quantitative et qualitative dans le but de comprendre si le changement de modèle économique entraîné par les réformes causerait une forte contraction des OPC monétaires, alors qu'ils souffrent déjà du faible niveau des taux d'intérêt. Les recommandations couvrent les quatre domaines suivants.

**Passage obligatoire à une valeur liquidative variable.** Il conviendrait d'exiger des OPC monétaires qu'ils présentent une valeur liquidative variable. Cela permettrait de renforcer leurs caractéristiques d'investissement et d'atténuer celles qui les rapprochent de dépôts bancaires. Cette exigence diminuera l'intérêt, pour les investisseurs, d'un désengagement massif, améliorera la transparence des cours et réduira les interconnexions au sein du système financier. Il est également exigé des OPC monétaires qu'ils utilisent généralement la méthode de comptabilisation à la juste valeur et limitent le recours à la méthode de comptabilisation au coût amorti à un certain nombre de cas prédéfinis.

**Exigences en matière de liquidité.** Les exigences de liquidité actuellement applicables aux OPC monétaires devraient être complétées en imposant à ceux-ci la détention de montants minimums quotidiens et hebdomadaires, clairement définis, d'actifs liquides. La responsabilité des gestionnaires des fonds en ce qui concerne la surveillance du risque de liquidité devrait être accrue. Enfin, des instruments efficaces, tels que des suspensions temporaires des rachats, devraient être en place pour faire face aux contraintes de liquidité pendant les périodes de tension, que celles-ci soient dues à des évolutions propres à l'OPC ou à des tendances du marché.

**Publication.** Les documents commerciaux des OPC monétaires devraient attirer l'attention des investisseurs sur l'absence de garantie du capital et sur la possibilité d'une perte en capital. Toute information qui donnerait l'impression d'un soutien de la société promotrice ou de la possibilité d'un soutien doit être interdite, à moins qu'il s'agisse d'un engagement ferme, ce qui doit alors apparaître dans les exigences comptables et prudentielles de la société promotrice. Enfin, les documents commerciaux des OPC monétaires devraient contenir une description de leurs méthodes d'évaluation (en particulier à propos du recours à la méthode de comptabilisation au coût amorti) et mentionner la possibilité de suspension des souscriptions et rachats, également en période de tension.

**Production de rapports et partage d'informations.** Tous les cas de soutien par la société promotrice doivent être déclarés aux autorités nationales de supervision compétentes qui, à leur tour, doivent partager ces informations avec les autres autorités de supervision nationales et européennes. La production de rapports réguliers par les OPC monétaires doit être accrue et harmonisée. Les autorités nationales de supervision compétentes doivent, le cas échéant, partager leurs informations avec les autres autorités compétentes (nationales, étrangères ou européennes).

## INTRODUCTION

Les recommandations du CERS et l'analyse qui les sous-tend ont pour but d'évaluer, du point de vue de la stabilité financière, les recommandations sur les OPC monétaires publiées par l'OICV en octobre 2012 pour en estimer les répercussions possibles sur le secteur des OPC monétaires de l'UE. La présente annexe, qui vise à apporter un soutien et des lignes directrices aux dirigeants de l'UE, se concentre sur les questions de mise en œuvre les plus pertinentes pour la stabilité financière.

Les analyses aussi bien quantitatives que qualitatives de la présente annexe s'appuient sur diverses sources d'information, notamment des recherches universitaires, des travaux antérieurs du CERS sur les OPC monétaires, des statistiques de la BCE et une enquête ad hoc spécialisée lancée par le CERS pour rassembler des informations plus détaillées que celles provenant de sources publiques. Le CERS a également organisé une table ronde avec des intervenants du marché pour connaître le point de vue du secteur.

La **partie I** de la présente annexe passe en revue les initiatives réglementaires récentes, aux niveaux international et européen, en matière d'OPC monétaires, remplaçant donc les recommandations du CERS dans un contexte plus général. La **partie II** fournit un bref aperçu des sources de risque systémique propres aux OPC monétaires que les présentes recommandations entendent aborder. La **partie III**, qui constitue le volet analytique des recommandations, examine la structure du marché européen des OPC monétaires et se concentre sur ses caractéristiques les plus pertinentes du point de vue du risque systémique. La **partie IV** étudie chaque recommandation du CERS séparément en fournissant, dans chaque cas, une justification économique, une évaluation et des critères de conformité.

## I. INITIATIVES RÉGLEMENTAIRES RÉCENTES

### I.1. Initiatives internationales

À la suite d'une évaluation des causes de la récente crise financière, plusieurs autorités nationales de réglementation et organisations internationales ont exprimé la nécessité de procéder à des réformes structurelles des OPC monétaires. Lors du sommet de Séoul de novembre 2010, les dirigeants du G 20 ont chargé le **Conseil de stabilité financière** (CSF) de mettre au point des recommandations destinées à renforcer la surveillance et la réglementation du système bancaire parallèle. Le 27 octobre 2011, le CSF a publié un ensemble de premières recommandations qui ont été entérinées par le G 20 lors du sommet de Cannes. Le CSF a notamment recommandé une amélioration du cadre réglementaire des OPC monétaires. Il a identifié les OPC monétaires à valeur liquidative constante (qui visent à conserver la même valeur faciale) comme source importante de risque et préconise d'encourager/d'exiger le passage à une valeur liquidative variable, l'imposition d'exigences en matière de fonds propres et de liquidité pour les OPC monétaires à valeur liquidative constante et/ou la possibilité d'autres approches réglementaires. Le CSF a en outre demandé à l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (OICV) de passer en revue les réformes réglementaires susceptibles d'atténuer la vulnérabilité des OPC monétaires à des désengagements massifs des investisseurs et à d'autres risques systémiques, et de rédiger des recommandations d'action.

En réponse à cette demande, l'OICV a publié, le 9 octobre 2012, des recommandations de mesures de réforme des OPC monétaires. L'OICV a ensuite indiqué dans un communiqué de presse que, même si une majorité des commissaires de la Securities and Exchange Commission (SEC) n'étaient pas favorables à leur publication, elles n'avaient pas suscité d'autre objection et que le Conseil de l'OICV avait approuvé le rapport.

Le 18 novembre 2012, le CSF a publié plusieurs documents soumis à consultation. L'un d'entre eux était un récapitulatif des recommandations de mesures à prendre dans le domaine du système bancaire parallèle. Dans ce rapport, le CSF entérinait les recommandations de l'OICV comme dispositif efficace pour renforcer la résistance des OPC monétaires aux risques de façon exhaustive. Le CSF approuvait aussi la recommandation selon laquelle les OPC monétaires à valeur liquidative constante doivent, dans la mesure du possible, être convertis en fonds VLV. Le CSF indiquait également que, dans les cas où une telle conversion n'était pas possible, les dispositifs de sauvegarde nécessaires pour renforcer la résistance des fonds VLC à des désengagements massifs des investisseurs devraient, d'un point de vue fonctionnel, avoir un effet équivalent à celui des exigences de fonds propres, de liquidité et autres exigences prudentielles qui protègent les banques de retraits massifs de leurs dépôts.

Le CSF a annoncé que ses recommandations finales sur le système bancaire parallèle, y compris les recommandations détaillées de chacun de ses cinq axes de travail (les OPC monétaires représentant un axe de travail) seraient prêtes d'ici septembre 2013. Si les travaux sur les OPC monétaires sont en grande partie terminés, certains autres, en particulier dans le domaine des interactions entre les banques et les entités du système parallèle ou encore dans le domaine des prêts sur titres et des prises en pension, pourraient aussi avoir des implications pour les réformes des OPC monétaires.

Aux **États-Unis**, certaines mesures de réforme des OPC monétaires ont été adoptées en 2010. À l'époque, la SEC notait que ces réformes constituaient une première étape. En octobre 2010, le Groupe de travail du président des États-Unis sur les marchés financiers a publié un rapport soulignant une série d'autres initiatives possibles, les réformes de 2010 ne pouvant suffire à prévenir un désengagement massif des investisseurs. En conséquence, la SEC a participé à l'élaboration de nouvelles mesures de réforme structurelle. Toutefois, le 22 août 2012, la présidente de la SEC, Mary Schapiro, a annoncé que la majorité des commissaires ne soutiendraient pas la proposition de réforme structurelle des OPC monétaires.

Aussi, le 27 septembre 2012, le secrétaire d'État au Trésor, Timothy Geithner, a demandé au Conseil de surveillance de la stabilité financière (*Financial Stability Oversight Council*, FSOC) de prendre des mesures puisque la SEC ne le faisait pas. Le 13 novembre 2012, le FSOC a publié, à des fins de consultation publique, des propositions de recommandations concernant la réforme des OPC monétaires. Ces recommandations exposent trois solutions qui ne s'excluent pas mutuellement: i) valeur liquidative variable; ii) valeur liquidative constante avec volant de valeur liquidative et solde minimum pour risques (*minimum balance at risk*); et iii) valeur liquidative constante avec volant de valeur liquidative et autres mesures. À la date du présent rapport, les résultats de la consultation publique ne sont pas connus; on ne sait pas non plus si la SEC se conformera aux recommandations du FSOC, surtout si l'on considère les difficultés qu'elle a rencontrées avec ses premiers essais (voir ci-dessus).

## 1.2. Initiatives européennes

En mai 2010, le **Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières** (CERMV), prédécesseur de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), a publié des lignes directrices pour la mise au point d'une définition harmonisée du terme «OPC monétaire» en Europe et l'établissement de nouvelles normes communes en réaction aux dysfonctionnements révélés par la crise financière. Ces lignes directrices répartissent les OPC monétaires en deux catégories, «OPC monétaires à court terme» et «OPC monétaires», et imposent des normes strictes en termes de qualité et d'échéance du portefeuille, de gestion des risques et de communication. Les lignes directrices CERMV/AEMF sont entrées en vigueur en juillet 2011 avec une période transitoire de six mois pour les fonds existants; elles s'appliquent aussi bien aux fonds soumis à la réglementation des OPCVM qu'aux autres.

Les lignes directrices CERMV/AEMF abordent déjà la plupart des recommandations de l'OICV. Ainsi, comme préconisé par l'OICV (recommandations 1 à 3), elles fournissent une définition explicite des OPC monétaires, des règles strictes sur les types d'instruments dans lesquels les OPC monétaires peuvent investir (y compris interdiction d'investir en actions), des limites sur l'échéance résiduelle des instruments, ainsi que sur l'échéance moyenne pondérée (*weighted average term to maturity*, WAM) et la durée de vie moyenne pondérée (*weighted average life*, WAL) du portefeuille. Pendant la période qui a suivi l'entrée en vigueur des lignes directrices, c'est-à-dire les derniers mois de 2011, de nombreux fonds d'abord commercialisés comme OPC monétaires ont été rebaptisés et reclassés dans d'autres catégories de fonds.

En ce qui concerne les recommandations de l'OICV sur la gestion de la liquidité (recommandations 6 à 8), le cadre juridique existant en Europe est déjà robuste. Des simulations de crise doivent être effectuées régulièrement, conformément à la directive 2010/43/UE sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et à la directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs.

Enfin, il convient de noter que le dispositif concernant les OPCVM traite déjà des questions de diversification des risques, de la limitation des risques et de l'éligibilité des actifs.

Toutefois, les lignes directrices CERMV/AEMF ne concernent pas toutes les recommandations de l'OICV ni tous les problèmes identifiés par l'OICV comme étant inhérents aux OPC monétaires. Ainsi, les OPC monétaires à court terme sont encore autorisés à utiliser une valeur liquidative constante. En outre, les OPC monétaires peuvent recourir à la méthode de comptabilisation au coût amorti pour évaluer des instruments dont l'échéance résiduelle est limitée à 397 jours, ce qui peut également introduire des risques et réduire la transparence des cours. De plus, comme le soutien des sociétés promotrices ne fait l'objet, à l'heure actuelle, d'aucune réglementation ni d'aucune exigence de déclaration, les autorités de réglementation ne disposent d'aucune information à ce sujet.

Pour compléter le dispositif réglementaire européen, **le secteur des fonds** a mis en place une série de meilleures pratiques, comme en témoigne le Code de conduite de l'*Institutional Money Market Funds Association* (IMMFA). Selon ce code, les OPC monétaires à valeur liquidative constante doivent, au moins une fois par semaine, évaluer la différence entre leur cours publié et leur valorisation au cours du marché (ce qu'on appelle le «prix virtuel»). Une procédure d'alerte, essentiellement par le biais de rapports internes, devrait être déclenchée lorsque la déviation atteint 10 points de base, 20 points de base et 30 points de base. Lorsque la valeur de marché est inférieure de 50 points de base au pair, le fonds est estimé avoir subi «une perte de valeur permanente». De tels cas doivent être déclarés à l'IMMFA.

Enfin, la **Commission** envisage la nécessité d'autres réformes de la réglementation des OPC monétaires. Dans son «Livres vert sur le système bancaire parallèle» (2012), elle souligne le rôle des OPC monétaires dans le système bancaire parallèle. En outre, elle a publié un document soumis à consultation sur un futur cadre réglementaire des fonds d'investissement (2012). Une partie du document traite de la question de la valeur liquidative constante ou variable, de la valorisation des OPC monétaires, de leur rôle en matière de risque systémique et de leur dépendance des notations. Une proposition législative de la Commission devrait voir le jour au premier trimestre 2013. En octobre 2012, le **Parlement européen** a adopté en commission une proposition de résolution sur le système bancaire parallèle allant dans le sens des recommandations de l'OICV et demandant que les fonds VLC aient un agrément bancaire à objet limité.

Comme nous le verrons ci-après, le secteur européen des OPC monétaires a une importante composante internationale. Les différentes initiatives internationales et européennes en cours pour faire face au risque systémique des OPC monétaires se heurtent donc à une difficulté majeure: la gestion du risque qui peut résulter d'une éventuelle divergence entre elles.

## II. LIEN ENTRE OPC MONÉTAIRES ET STABILITÉ FINANCIÈRE

Les OPC monétaires constituent des éléments majeurs du système bancaire parallèle (CSF, 2011). Ce sont des produits d'investissement soumis à la réglementation des marchés de titres, mais semblables à des banques du fait qu'ils réalisent des opérations de transformation d'échéance ou de liquidité et que les investisseurs peuvent les considérer (notamment les fonds VLC) comme des alternatives sûres aux dépôts bancaires. Cependant, les OPC monétaires peuvent détenir des actifs moins liquides, arrivant à échéance plus tard que la date de rachat, et présenter des risques. Contrairement aux banques, ils n'ont pas accès au filet de sécurité public; en règle générale, ils ne bénéficient pas du soutien exprès des sociétés promotrices, même si l'on a observé des cas dans lesquels les sociétés promotrices avaient activement accordé un soutien a posteriori à des OPC monétaires en difficulté.

De nombreuses études économiques, qui concernent notamment le marché des États-Unis, prouvent que le comportement et la nature des OPC monétaires les exposent à des désengagements massifs des investisseurs, aux effets déstabilisants, qui peuvent se propager rapidement à d'autres organismes. Cela peut aussi porter atteinte à la liquidité et à la disponibilité du crédit à court terme, en particulier pour les banques, financées en grande partie par les OPC monétaires<sup>(1)</sup>. Le risque de désengagement massif des investisseurs provient essentiellement de «l'avantage au premier sortant» et de l'incertitude entourant le soutien tacite et discrétionnaire de la société promotrice.

### II.1. Avantage au premier sortant

L'avantage au premier sortant, qui caractérise tous les fonds d'investissement, est souvent considéré comme particulièrement pertinent pour les **OPC monétaires à valeur liquidative constante**, qui offrent un remboursement immédiat à un prix constant arrondi (par exemple, 1 EUR ou 1 USD par part)<sup>(2)</sup>. Il existe donc un risque que le prix de la part ne reflète

<sup>(1)</sup> Voir également le document de 2012 du FSOC, p. 17-28, qui fournit une analyse du risque systémique et un aperçu des autres recherches universitaires, par exemple: Baba et al. (2009); Duygan-Bump et al. (à paraître); Gordon et Gandia (2012); Gorton et Metrick (2010), p. 261-297; Kacperczyk et Schnabl (2012); McCabe (2010); McCabe et al. (2012); Rosengren (2012); Scharfstein (2012); Squam Lake Group (2011).

<sup>(2)</sup> Voir CERS, *Études concernant des sujets spécifiques* (2012); CSF (2011); FSOC (2012); OICV (2012); Baba et al. (2009); Gorton et Metrick (2010); McCabe (2010).

pas la «véritable valeur» du portefeuille sous-jacent du fonds en période de tension sur le marché ou de préoccupations quant à la qualité des actifs sous-jacents. L'avantage au premier sortant signifie notamment que les demandes de remboursement anticipé sont satisfaites au pair, même si la valeur réelle des actifs est potentiellement inférieure. Cela entraîne un transfert des pertes vers les autres détenteurs de parts, ceux qui se font rembourser plus tard supportant des pertes disproportionnées. L'avantage au premier sortant peut contribuer à des désengagements massifs des investisseurs, aux effets déstabilisants. L'incertitude entourant la qualité des actifs en portefeuille peut conduire les investisseurs à des désengagements massifs, même si la valeur de marché est égale au pair. Le risque de désengagements massifs concerne particulièrement les investisseurs institutionnels, qui ont une forte aversion pour le risque et ont tendance à réagir plus rapidement et plus massivement que les investisseurs de détail. Plus généralement, la valeur liquidative constante peut accentuer le risque d'instabilité en faisant croire à certains investisseurs que les parts d'un OPC monétaire représentent un investissement sans risque et qu'ils peuvent attendre un remboursement au pair; elle peut donc accroître le risque d'un désengagement massif lorsqu'un fonds déçoit leurs attentes, c'est-à-dire lorsque la valeur de ses actifs tombe au-dessous du pair.

Même si l'avantage au premier sortant concerne essentiellement les fonds VLC, l'expérience tirée de la crise financière montre que les investisseurs en **OPC monétaires à valeur liquidative variable** peuvent également avoir des raisons de désinvestir<sup>(1)</sup>. Les OPC monétaires n'ayant pas une liquidité journalière de 100 %, il existe véritablement des cas dans lesquels les demandes de remboursement ne peuvent être satisfaites. C'est pourquoi les investisseurs peuvent avoir intérêt à se faire rembourser rapidement (comme dans n'importe quel fonds d'investissement) car les rachats ultérieurs risquent de forcer le fonds à céder des actifs moins liquides et, éventuellement, à subir des pertes. L'incitation à des désengagements massifs peut être accrue en raison d'incertitudes comptables, qui peuvent être aussi présentes dans un fonds VLV.

## II.2. Soutien de la société promotrice

Plusieurs études démontrent que les OPC monétaires bénéficient depuis toujours du soutien d'un tiers<sup>(2)</sup>. Moody's a recensé, sur la période 1980-2009, plus de deux cents OPC monétaires à valeur liquidative constante, aux États-Unis et Europe, qui ont bénéficié du soutien de leur société promotrice. Ce soutien a culminé entre 2007 et 2009, lorsque plus de soixante fonds (36 fonds américains et 26 européens) ont eu besoin d'aide, essentiellement en raison d'une détérioration de leur qualité de crédit/défaillance et de problèmes de liquidité. Selon Moody's, au moins vingt sociétés gérant de fonds investis principalement en titres privés (*prime funds*) aux États-Unis et en Europe ont dépensé environ douze milliards de dollars américains pour préserver la valeur de leurs fonds VLC. En outre, au moins deux sociétés de gestion ont fait appel au bilan de leur société-mère et au guichet de la Réserve fédérale pour financer les rachats, tandis que deux autres ont intégré les actifs de leur OPC monétaire dans leur propre bilan (voir également CERS, *Études concernant des sujets spécifiques*, 2012).

La défaillance du *Reserve Primary Fund* aux États-Unis illustre pourquoi il est fondamentalement erroné de dépendre du soutien tacite et discrétionnaire de la société promotrice. Le fonds n'est pas parvenu à maintenir sa valeur liquidative à 1 USD après la faillite de Lehman Brothers (son exposition sur Lehman représentait 1,2 % de sa valeur liquidative). Cette baisse a immédiatement entraîné des désengagements massifs des investisseurs du fonds, qui ont à leur tour déclenché un désengagement plus important encore des OPC monétaires américains, qui ont connu d'énormes retraits en quelques jours seulement. En fin de compte, la société promotrice du *Reserve Primary Fund* ne l'a pas soutenu, ce qui a pu contribuer à une certaine incertitude quant au soutien des sociétés promotrices en général et accéléré les désengagements dans tout le secteur des OPC monétaires. Globalement, ces événements ont généré une perturbation du marché du billet de trésorerie (*commercial paper*) et forcé les autorités américaines à intervenir, notamment en créant deux facilités de liquidité et en élargissant la couverture des garanties des dépôts.

Ces exemples laissent penser que le soutien des sociétés promotrices a toujours été important, mais, simultanément, ils en soulignent une faille éventuelle. L'incertitude concernant la disponibilité d'un soutien a pu, durant la crise récente, contribuer aux désengagements massifs. McCabe (2011) ainsi que Gordon et Gandia (2012) montrent que la capacité de la société promotrice à accorder un soutien est un facteur clé du comportement des investisseurs. Gordon et Gandia (2012) apportent la preuve que les fonds VLC gérés ou soutenus par des sociétés potentiellement fragiles ont enregistré des sorties beaucoup plus importantes et encouru un risque plus élevé de désengagements massifs des investisseurs. En outre, analystes et agences de notation peuvent prendre en compte le bilan et la solidité financière des institutions offrant des OPC monétaires. Aussi, la nature implicite du soutien par les sociétés promotrices et la dépendance de la solidité financière de celles-ci risquent de susciter l'incertitude chez les intervenants du marché, ce qui peut rendre les fonds encore

<sup>(1)</sup> Voir Scott (2012), qui cite les chiffres de l'ICI, selon lesquels les fonds VLV français ont perdu environ 40 % de leurs actifs pendant une période de 3 mois allant de juillet à septembre 2007. Toutefois, ces fonds n'étaient pas des OPC monétaires au sens de la législation française, ils étaient commercialisés comme «OPC monétaires dynamiques».

<sup>(2)</sup> Voir Brady (2012) et Moody's (2010). Le rapport consultatif de l'OICV d'avril 2012 détaille aussi les conclusions de la SEC concernant le soutien de la société promotrice: elle a estimé que, entre août 2007 et le 31 décembre 2008, près de 20 % de tous les OPC monétaires ont bénéficié d'un soutien de la part de leurs gestionnaires ou de leurs sociétés affiliées.

plus vulnérables à des désengagements massifs. En règle générale, un régime qui dépend de garanties implicites et discrétionnaires de tierces parties peut être considéré comme instable, car le garant n'internalise pas le coût de l'arrangement implicite (McCabe, 2011).

### II.3. Environnement économique actuel

Le contexte actuel de faibles taux d'intérêt pose des questions quant à la capacité des OPC monétaires à maintenir leur valeur liquidative constante. Après la réduction de taux opérée par la BCE en juillet 2012, les titres de créance à court terme dans lesquels les OPC monétaires européens investissent massivement ont enregistré une baisse rapide de leurs rendements, qui sont même devenus négatifs. Comme les OPC monétaires à valeur liquidative constante ne supportent pas les pertes, cette situation a forcé leurs gestionnaires à suspendre les souscriptions, et une partie des fonds ont décidé de laisser flotter leur valeur liquidative, au moins indirectement. Dans certains cas, au lieu de réduire le prix de la part, c'est le nombre de parts détenues par les investisseurs qui diminue, ce qui entraîne effectivement des pertes supportées par les investisseurs. Ainsi, en octobre 2012, JPMorgan Chase a annoncé qu'elle allait réagir de cette façon aux pertes enregistrées par ceux qui avaient investi dans ses deux grands OPC monétaires européens (*Euro Liquid Fund* et *Government Liquidity Fund*, avec respectivement 4 milliards d'EUR et 13 milliards d'EUR d'actifs sous gestion). Une nouvelle catégorie de parts appelée «flex» a été ajoutée aux fonds de ce genre, ce qui permet de maintenir les portefeuilles des investisseurs à une valeur stable de 1 EUR par part, mais déduit aussi les parts du total général pour couvrir les coûts opérationnels et les rendements négatifs.

## III. STRUCTURE DU SECTEUR EUROPÉEN DES OPC MONÉTAIRES

Afin d'évaluer les implications des OPC monétaires en matière de stabilité financière (abordées d'un point de vue plus conceptuel dans la partie précédente) et l'incidence potentielle des recommandations du CERS présentées dans la partie IV, la présente partie fournit une description détaillée du secteur européen des OPC monétaires reposant sur une analyse quantitative.

Selon les statistiques de la BCE, les OPC monétaires européens détenaient environ 1 000 milliards d'EUR d'actifs sous gestion en juin 2012, chiffre moins élevé que leur maximum de 1 400 milliards d'EUR enregistré en 2008 et proche du niveau de 2011. Le nombre de fonds a également diminué, revenant de plus de 1 300 en 2011 à 1 171 en juin 2012. La baisse récente s'explique en partie par une consolidation du secteur après la mise en œuvre des lignes directrices CERMV/AEMF évoquées dans la partie 1.2.

Environ 95 % du secteur sont concentrés sur trois pays: France (39 % de part du marché en termes d'actifs sous gestion), Luxembourg (31 %) et Irlande (25 %). Les OPC monétaires représentaient près de 15 % du total des actifs sous gestion de l'ensemble des fonds de placement de la zone euro en juin 2012. La part la plus élevée se trouve en France (38 %), suivie de l'Irlande (environ 32 %) et du Luxembourg (11 %). Toutefois, les actifs sous gestion des OPC monétaires de l'UE ne constituent que 2,5 % du total détenu par les institutions financières monétaires (IFM) de la zone euro (hors banques centrales).

### III.1. Portée de l'enquête ad hoc du CERS

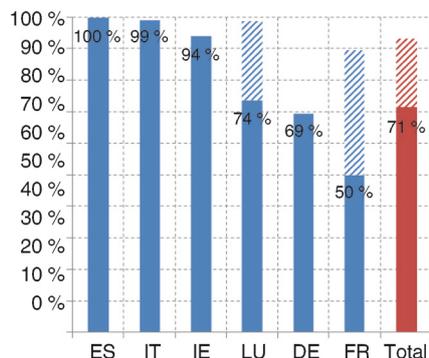
Afin d'obtenir des informations plus précises que celles contenues dans les statistiques de la BCE, le CERS a mené une enquête ad hoc sur les OPC monétaires recourant aussi aux données fournies par les fonds. Ces données ont été rassemblées, sur la base d'une obligation de moyens, par six pays (Allemagne, Espagne, France, Irlande, Italie, Luxembourg) et se rapportent à la situation fin juin 2012. Elles indiquent la ventilation du bilan par type de fonds (fonds VLC, fonds VLV à court terme et autres fonds VLV), qui ne figure pas dans les statistiques de la BCE. L'enquête contient également des informations sur le «cours virtuel» des fonds VLC pour la période allant de juin 2007 à juin 2012.

Selon les statistiques BCE, l'enquête du CERS couvre 71 % des actifs sous gestion du secteur dans les six pays déclarants<sup>(1)</sup>. D'autres informations – agrégées –, concernant encore 22 % du secteur, ont été collectées pour dans ces pays; ces données supplémentaires rendent compte uniquement de la ventilation par type de fonds, gestionnaire et taille en termes d'actifs sous gestion (**graphique 1**). L'enquête couvre au total 93 % du secteur des OPC monétaires des six pays (ou 89 % du secteur des OPC monétaires de l'UE).

(1) La couverture est légèrement plus faible pour les passifs en raison de l'absence de données sur la base d'investisseurs des OPC monétaires établis en Allemagne.

Graphique 1

## Couverture de l'enquête du CERS par pays (%)

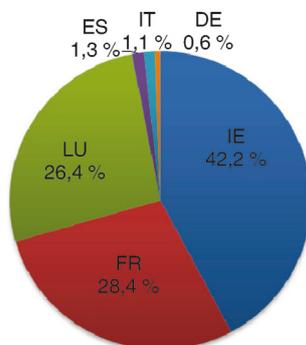


Source: Enquête CERS et BCE.

Note: La couverture recherchée en ce qui concerne le total des actifs sous gestion par fonds résidant dans chaque pays était d'environ 75 %. Les zones hachurées désignent les déclarations partielles (type de fonds uniquement). La couverture est en fait plus importante si l'on tient compte des doubles comptages (ainsi, la couverture est de 60 % pour la France si l'on exclut les fonds de fonds et les fonds maîtres-nourriciers).

Graphique 2

## Composition de l'échantillon (en % des actifs sous gestion)



Source: Enquête CERS.

Note: Part des déclarations complètes uniquement.

L'enquête montre que les fonds VLC représentent environ 43 % (soit 433 milliards d'EUR) du total des actifs sous gestion des OPC monétaires européens. Près de deux tiers d'entre eux sont établis en Irlande (272 milliards d'EUR) et un tiers au Luxembourg (161 milliards d'EUR). Les OPC monétaires établis en France se répartissent entre fonds VLV à court terme et autres fonds VLV (c'est-à-dire fonds VLV hors fonds à court terme), qui constituent respectivement 47 % and 36 % du total. En Allemagne, en Espagne et en Italie, les OPC monétaires sont pratiquement tous de type VLV. En ce qui concerne la distinction entre valeur liquidative constante et valeur liquidative variable, il convient de noter que ces chiffres reposent sur une classification effectuée par les fonds déclarants eux-mêmes, étant donné qu'il n'existe pas de définition juridique ou statistique claire de ces deux types; certains fonds ont des parts des deux catégories.

S'agissant du nombre de fonds, l'enquête inclut les 123 fonds VLC opérant au Luxembourg et en Irlande, qui représentent 13 % du nombre de fonds dans les six pays couverts, mais 45 % de leurs actifs sous gestion (tableau 1). Elle couvre aussi 330 fonds VLV (dont 124 à court terme) des six pays.

Tableau 1

## Ventilation des actifs sous gestion et du nombre de fonds par type de fonds et par pays (en millions d'EUR)

|              | France        |                | Irlande       |                | Luxembourg    |                | Espagne       |              | Italie        |              | Allemagne     |              | Échantillon total |                |
|--------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|-------------------|----------------|
|              | Nbre de fonds | Actifs gérés   | Nbre de fonds | Actifs gérés   | Nbre de fonds | Actifs gérés   | Nbre de fonds | Actifs gérés | Nbre de fonds | Actifs gérés | Nbre de fonds | Actifs gérés | Nbre de fonds     | Actifs gérés   |
| VLC          | 0             | 0              | 65            | 272,992        | 58            | 160,976        | 0             | 0            | 0             | 0            | 0             | 0            | 123               | 433,968        |
|              | 0,0 %         | 0,0 %          | 66,3 %        | 88,2 %         | 19,5 %        | 64,2 %         | 0,0 %         | 0,0 %        | 0,0 %         | 0,0 %        | 0,0 %         | 0,0 %        | 12,8 %            | 44,4 %         |
| VLV CT       | 111           | 185,800        | 3             | 11,701         | 6             | 23,409         | 4             | 208          | 0             | 0            | 0             | 0            | 124               | 221,118        |
|              | 25,5 %        | 47,0 %         | 3,1 %         | 3,8 %          | 2,0 %         | 9,3 %          | 5,6 %         | 2,3 %        | 0,0 %         | 0,0 %        | 0,0 %         | 0,0 %        | 12,9 %            | 22,6 %         |
| VLV          | 95            | 141,840        | 6             | 8,707          | 7             | 19,375         | 67            | 8,774        | 13            | 7,855        | 18            | 4,213        | 206               | 190,763        |
|              | 21,8 %        | 35,9 %         | 6,1 %         | 2,8 %          | 2,3 %         | 7,7 %          | 94,4 %        | 97,5 %       | 92,9 %        | 99,0 %       | 37,5 %        | 69,3 %       | 21,4 %            | 19,5 %         |
| Autr. VLV    | 229           | 67,703         | 24            | 16,089         | 228           | 46,849         | 0             | 18           | 1             | 79           | 30            | 1,864        | 512               | 132,603        |
|              | 52,6 %        | 17,1 %         | 24,5 %        | 5,2 %          | 76,5 %        | 18,7 %         | 0,0 %         | 0,2 %        | 7,1 %         | 1,0 %        | 62,5 %        | 30,7 %       | 53,1 %            | 13,6 %         |
| OPCVM        | 150           | 264,000        | 73            | 290,696        | 20            | 173,908        | 71            | 8,981        | 13            | 7,855        | 8             | 2,864        | 335               | 748,303        |
|              | 34,5 %        | 66,8 %         | 74,5 %        | 93,9 %         | 6,7 %         | 69,4 %         | 100,0 %       | 99,8 %       | 92,9 %        | 99,0 %       | 16,7 %        | 47,1 %       | 34,8 %            | 76,5 %         |
| Non-OPCVM    | 56            | 66,443         | 1             | 2,705          | 4             | 10,577         | 0             | 0            | 0             | 0            | 10            | 1,349        | 71                | 81,074         |
|              | 12,9 %        | 16,8 %         | 1,0 %         | 0,9 %          | 1,3 %         | 4,2 %          | 0,0 %         | 0,0 %        | 0,0 %         | 0,0 %        | 20,8 %        | 22,2 %       | 7,4 %             | 8,3 %          |
| n/d          | 229           | 64,900         | 24            | 16,070         | 274           | 66,125         | 0             | 18           | 1             | 79           | 30            | 1,864        | 558               | 149,056        |
|              | 52,6 %        | 16,4 %         | 24,5 %        | 5,2 %          | 91,9 %        | 26,4 %         | 0,0 %         | 0,2 %        | 7,1 %         | 1,0 %        | 62,5 %        | 30,7 %       | 57,9 %            | 15,2 %         |
| <b>Total</b> | <b>435</b>    | <b>395,343</b> | <b>98</b>     | <b>309,471</b> | <b>298</b>    | <b>250,610</b> | <b>71</b>     | <b>8,999</b> | <b>14</b>     | <b>7,934</b> | <b>48</b>     | <b>6,077</b> | <b>964</b>        | <b>978,434</b> |

Source: Enquête CERS et BCE.

Note: La catégorie «Total» désigne à la fois les statistiques BCE sur les éléments de bilan des OPC monétaires et le registre des IFM. La catégorie «Autres VLV» désigne les fonds non couverts par l'enquête. La catégorie «n/d» dans le cas des fonds français désigne les plans réservés aux salariés, les fonds nourriciers, les fonds de fonds et les fonds limités à un investisseur ou à un petit nombre d'investisseurs («fonds dédiés»), qui peuvent être soumis ou non à la réglementation sur les OPCVM.

## III.2. Vue d'ensemble des actifs des OPC monétaires

En ce qui concerne les **secteurs économiques**, les statistiques de la BCE sur les OPC monétaires indiquent que les fonds investissent majoritairement dans les IFM. L'enquête du CERS le confirme et révèle une exposition moyenne de 75 % envers ce secteur. En règle générale, l'exposition ne varie pas selon le type de fonds (**tableau 2** et **graphique 4**). L'exposition aux entreprises est relativement faible (10 %). Les statistiques BCE montrent aussi une baisse de la part des titres de créance de sociétés non financières (SNF) dans les portefeuilles des OPC monétaires (**graphique 3**) ces dernières années. Pour ce qui est des émetteurs, les lignes directrices CERMV/AEMF limitent les fonds en matière de qualité du crédit. Aussi, les OPC monétaires sont-ils concentrés sur un nombre relativement peu élevé de titres bancaires et non bancaires de premier ordre (voir FitchRatings, 2012).

Tableau 2

## Ventilation des placements par type de fonds et par secteur (en % du total des actifs)

|                       | IFM    | Soc. non finan. | Gouvern. | Autres intern. financiers |
|-----------------------|--------|-----------------|----------|---------------------------|
| 1 -VLC                | 73,9 % | 9,7 %           | 13,7 %   | 2,7 %                     |
| 2 - VLV à court terme | 79,7 % | 11,2 %          | 8,4 %    | 0,7 %                     |

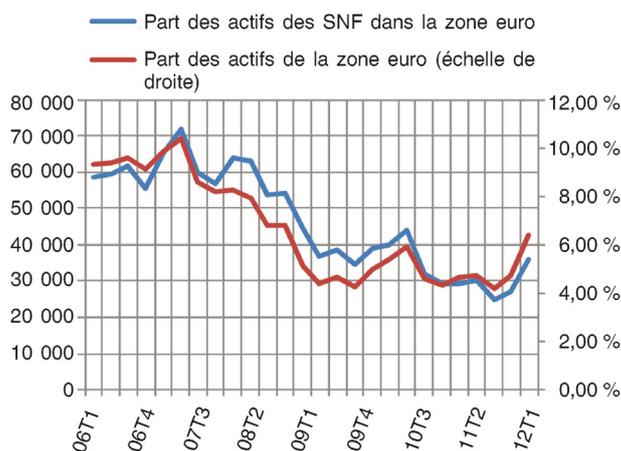
|                           | IFM    | Soc. non finan. | Gouvern. | Autres interm. financiers |
|---------------------------|--------|-----------------|----------|---------------------------|
| 3- VLV (hors VLV CT)      | 74,7 % | 7,9 %           | 16,0 %   | 1,4 %                     |
| 1 - OPCVM                 | 75,4 % | 9,3 %           | 13,2 %   | 2,1 %                     |
| 2 -Non-OPCVM              | 73,7 % | 12,6 %          | 12,5 %   | 1,2 %                     |
| Total (enquête)           | 75,2 % | 9,6 %           | 13,1 %   | 2,1 %                     |
| Total (données de la BCE) | 75,5 % | 6,6 %           | 11,1 %   | 6,9 %                     |

Source: Enquête CERS et BCE.

Note: Les totaux BCE ne concernent que les contreparties dans la zone euro.

Graphique 3

**Exposition des OPC monétaires envers les SNF dans la zone euro (en millions d'EUR et %)**



Source: BCE.

Note: La part des actifs de la zone euro est calculée comme la somme de la part des avoirs des OPC monétaires vis-à-vis des SNF de la zone euro et du total des avoirs vis-à-vis des résidents de la zone euro.

D'après la ventilation fournie par le tableau 2, les OPC monétaires représentent une importante source de financement pour les banques par rapport à d'autres secteurs. Les statistiques BCE sur les émissions de titres apportent la preuve de l'importance des OPC monétaires dans le financement à court terme (échéances inférieures à un an) des IFM de la zone euro. Comme le montre le tableau 3, les OPC monétaires détiennent environ 40 % de la dette à court terme des banques dans la zone euro.

Tableau 3

**Part du total de la dette à court terme des IFM de la zone euro détenue par des OPC monétaires de la zone euro (en millions d'EUR et %)**

| Période | Actifs des OPC monétaires | Émissions de titres | Ratio  |
|---------|---------------------------|---------------------|--------|
| 2010T2  | 320 802                   | 734 187             | 43,7 % |
| 2010T3  | 314 738                   | 743 246             | 42,3 % |
| 2010T4  | 299 593                   | 572 050             | 52,4 % |
| 2011T1  | 289 694                   | 617 695             | 46,9 % |
| 2011T2  | 245 488                   | 582 244             | 42,2 % |
| 2011T3  | 238 795                   | 613 012             | 39,0 % |

| Période | Actifs des OPC monétaires | Émissions de titres | Ratio  |
|---------|---------------------------|---------------------|--------|
| 2011T4  | 228 310                   | 702 274             | 32,5 % |
| 2012T1  | 258 594                   | 710 553             | 36,4 % |
| 2012T2  | 254 974                   | 677 840             | 37,6 % |

Source: BCE.

En outre, si les fonds VLV domiciliés en France ont une exposition importante envers les IFM nationaux (banques et autres OPC monétaires), les fonds VLC en Irlande sont fortement exposés aux IFM hors UE (**tableau 4 et graphique 4**). Les fonds établis au Luxembourg, en revanche, placent plutôt dans les IFM de l'UE hors Luxembourg. Enfin, les OPC monétaires en Allemagne, en Espagne et en Italie investissent plus, en termes relatifs, dans le secteur public de leur pays.

Tableau 4

**Diverses ventilations des placements des OPC monétaires par région/type de fonds et par secteur (en millions d'EUR)**

|          | Fonds VLC domiciliés en Irlande |        |        |       |         |
|----------|---------------------------------|--------|--------|-------|---------|
|          | IFM                             | SNF    | Gouv.  | AIF   | Total   |
| Dom.     | 12 661                          | 1 531  | 57     | 2     | 14 251  |
| Autre UE | 75 205                          | 4 644  | 6 997  | 808   | 87 654  |
| RdMonde  | 127 647                         | 18 440 | 19 188 | 6 213 | 171 488 |
| Total    | 215 513                         | 24 615 | 26 242 | 7 023 | 273 393 |

|          | Fonds VLC domiciliés au Luxembourg |        |        |       |         |
|----------|------------------------------------|--------|--------|-------|---------|
|          | IFM                                | SNF    | Gouv.  | AIF   | Total   |
| Dom.     | 965                                | 0      | 446    | 0     | 1 411   |
| Autre UE | 57 262                             | 9 463  | 6 237  | 3 631 | 76 593  |
| RdMonde  | 32 954                             | 6 101  | 23 906 | 735   | 63 696  |
| Total    | 91 181                             | 15 564 | 30 589 | 4 367 | 141 700 |

|          | Fonds VLV domiciliés en France |        |       |     |         |
|----------|--------------------------------|--------|-------|-----|---------|
|          | IFM                            | SNF    | Gouv. | AIF | Total   |
| Dom.     | 109 905                        | 12 087 | 4 709 | 555 | 127 256 |
| Autre UE | 53 949                         | 11 218 | 1 732 | 50  | 66 949  |
| RdMonde  | 3 100                          | 678    | 0     | 0   | 3 778   |
| Total    | 166 954                        | 23 983 | 6 441 | 605 | 197 982 |

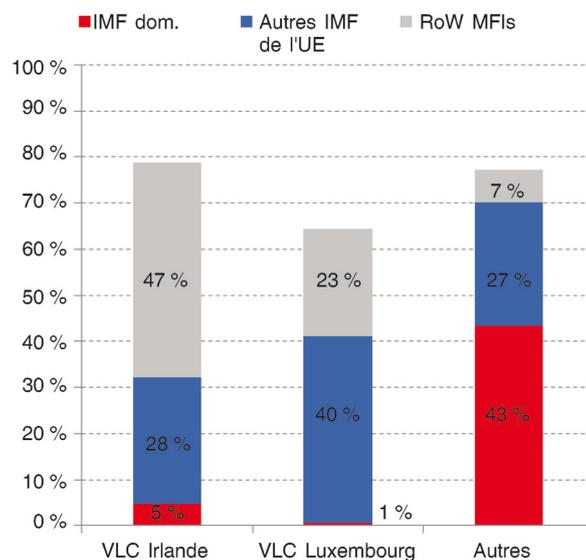
|          | Fonds VLV domiciliés en Allemagne, en Italie et en Espagne |     |        |     |        |
|----------|--|-----|--------|-----|--------|
|          | IFM  | SNF | Gouv.  | AIF | Total  |
| Dom.     | 6 390  | 213 | 10 093 | 101 | 16 797 |
| Autre UE | 1 887  | 338 | 1 345  | 136 | 3 706  |
| RdMonde  | 284  | 54  | 237    | 8   | 583    |
| Total    | 8 561  | 604 | 11 675 | 245 | 21 086 |

Source: Enquête CERS.

Note: La couverture totale représente 65 % des actifs sous gestion des OPC monétaires établis dans les six pays déclarants.

Graphique 4

## Part des placements dans les IFM en fonction de leur origine géographique (en %)



Source: Enquête CERS.

Note: La catégorie «Autres» inclut les fonds de France, d'Italie, d'Espagne et d'Allemagne, ainsi que les fonds VLV d'Irlande et du Luxembourg. La couverture représente 100 % de l'enquête CERS et environ 70 % du total des actifs sous gestion des OPC monétaires de l'UE.

En ce qui concerne le **type d'actifs**, l'enquête montre que les instruments du marché monétaire (comme le papier commercial ou les certificats de dépôt) constituent la catégorie d'actifs la plus importante dans les portefeuilles des OPC monétaires (**tableau 5**). Les opérations de pension, utilisées par les OPC monétaires pour fournir des liquidités en échange de sûretés, représentent seulement 9 % du total des actifs sous gestion et sont pratiquement toutes effectuées avec d'autres IFM. Les titres adossés à des actifs (*asset-backed securities*, ABS) sont très peu importants. Le pourcentage de «disponibilités» (dépôts sans échéance ou à échéance indéterminée) est de 6,6 % pour l'échantillon; cependant, il est plus élevé pour les fonds VLC établis en Irlande (11 %) que pour les autres (2 % pour les fonds VLC au Luxembourg et 2,5 % pour les fonds VLV à court terme en France).

Tableau 5

## Ventilation des investissements par type de fonds et par instrument (en %)

|                     | Disponibilités | Instr. du marché monétaire |                        | Opérations de pension |                        | ABS   | Dette publique | Autres instr./ non alloués |
|---------------------|----------------|----------------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|-------|----------------|----------------------------|
|                     |                |                            | dont vis-à-vis des IFM |                       | dont vis-à-vis des IFM |       |                |                            |
| 1-VLC               | 7,9 %          | 58,1 %                     | 48,9 %                 | 11,4 %                | 11,3 %                 | 1,1 % | 13,7 %         | 7,9 %                      |
| 2-VLV CT            | 4,0 %          | 77,5 %                     | 67,3 %                 | 5,8 %                 | 5,8 %                  | 0,1 % | 8,4 %          | 4,5 %                      |
| 3-VLV (hors VLV CT) | 5,3 %          | 66,5 %                     | 59,1 %                 | 5,3 %                 | 5,2 %                  | 0,0 % | 16,1 %         | 7,0 %                      |
| 1-OPCVM             | 6,4 %          | 62,9 %                     | 54,1 %                 | 9,7 %                 | 9,6 %                  | 0,7 % | 13,2 %         | 7,3 %                      |
| 2 -Non-OPCVM        | 8,9 %          | 73,6 %                     | 61,1 %                 | 1,2 %                 | 1,2 %                  | 0,1 % | 12,6 %         | 4,1 %                      |
| Total               | 6,6 %          | 63,7 %                     | 54,7 %                 | 9,0 %                 | 9,0 %                  | 0,7 % | 13,1 %         | 7,0 %                      |

Source: Enquête CERS.

Note: Part en pourcentage du total des actifs sous gestion couverts par l'enquête. La catégorie «Disponibilités» inclut les dépôts bancaires illimités. Les dépôts à échéance fixe sont inclus dans la catégorie «Autres instruments».

L'enquête fournit aussi des renseignements sur l'échéance des actifs des OPC monétaires. Il apparaît que les fonds VLC ont un profil de liquidité plus prudent étant donné qu'ils traitent des échéances plus courtes que les autres fonds. Ainsi, environ 39 % (EUR 133 milliards) des actifs sous gestion des fonds VLC arrivent à échéance au bout d'une semaine, contre 22 % pour les OPC monétaires à valeur liquidative variable à court terme (essentiellement en France) et 16 % pour les autres OPC monétaires à valeur liquidative variable (**tableau 6**) <sup>(1)</sup>.

Tableau 6

## Ventilation des actifs par type de fonds et par tranche d'échéances (en %)

|                      | 1 jour ou moins/ 24 heures | > 1 jour; ≤ 1 sem. | > 1 sem.; ≤ 1 mois | > 1 mois; ≤ 3 mois | > 3 mois; ≤ 6 mois | > 6 mois; ≤ 1 an | > 1 an; ≤ 397 jours | > 397 jours (pour les OPC mon. autres que OPC mon. à CT) | Couverture |
|----------------------|----------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|------------------|---------------------|--|------------|
| 1- VLC               | 26,3 %                     | 12,7 %             | 16,9 %             | 26,1 %             | 11,5 %             | 6,1 %            | 0,3 %               | 0,0 %  | 82 %       |
| 2- VLC à court terme | 16,9 %                     | 4,8 %              | 18,3 %             | 41,0 %             | 13,0 %             | 5,9 %            | 0,0 %               | 0,0 %  | 100 %      |
| 3- VLV (hors VLV CT) | 12,4 %                     | 3,3 %              | 13,5 %             | 32,7 %             | 20,4 %             | 16,3 %           | 1,5 %               | 2,4 %  | 99 %       |
| 1 - OPCVM            | 21,9 %                     | 8,8 %              | 16,7 %             | 30,5 %             | 13,4 %             | 8,2 %            | 0,5 %               | 0,6 %  | 87 %       |
| 2 -Non-OPCVM         | 14,5 %                     | 2,7 %              | 15,3 %             | 36,5 %             | 19,7 %             | 10,8 %           | 0,4 %               | 0,3 %  | 100 %      |
| Total                | 21,1 %                     | 8,8 %              | 16,5 %             | 30,9 %             | 13,8 %             | 8,4 %            | 0,5 %               | 0,5 %  | 89 %       |

Source: Enquête CERS.

Note: La couverture indique la part du total des actifs sous gestion (tels qu'identifiés par l'enquête) pour lesquels une ventilation par échéance est disponible. La catégorie «1 jour maximum» inclut aussi les dépôts sans échéance ou à échéance indéterminée.

Enfin, les statistiques de la BCE fournissent aussi une vue d'ensemble des actifs ventilés par monnaie. Les chiffres du tableau 7 montrent que la majeure partie des actifs détenus par les OPC monétaires irlandais sont libellés en GBP, tandis que ceux des fonds au Luxembourg sont essentiellement en USD. Les actifs libellés en d'autres monnaies que l'euro représentent une part négligeable du total des actifs sous gestion des fonds en Allemagne, en Espagne, en France et en Italie. Des informations ponctuelles laissent penser que les OPC monétaires ne pratiquent pas beaucoup l'asymétrie de devises.

Tableau 7

## Ventilation par monnaie des actifs des OPC monétaires établis en Irlande, au Luxembourg et en France (en millions d'EUR et %)

|         | Monnaie de libellé des actifs  | Titres de créance des IFM domestiques | Titres de créance des autres IFM de la zone euro | Titres de créance des non-IFM domestiques | Titres de créance des autres non-IFM de la zone euro | Titres de créance hors zone euro | Dépôts hors zone euro | Autres actifs | Total par monnaie | Pourcentage par monnaie |          |
|---------|--------------------------------|---------------------------------------|--|---|--|----------------------------------|-----------------------|---------------|-------------------|-------------------------|----------|
| Irlande | EUR                            | 180                                   | 14 359   | 1 246                                     | 7 470  | 18 839                           | 10 929                |               | 53 023            | 17,13 %                 |          |
|         | USD                            | 176                                   | 9 157  | 5   | 542  | 66 759                           | 18 737                |               | 95 376            | 30,82 %                 |          |
|         | GBP                            | 108                                   | 25 300   | 285                                       | 2 596  | 86 313                           | 32 525                |               | 147 127           | 47,54 %                 |          |
|         | CHF                            | 0                                     | 0  | 0   | 0  | 0                                | 0                     |               | 0                 | 0,00 %                  |          |
|         | JPY                            | 0                                     | 0  | 0   | 0  | 0                                | 0                     |               | 0                 | 0,00 %                  |          |
|         | Non disponibles <sup>(1)</sup> |                                       |  |   |  |                                  |                       |               | 13 945            | 13 945                  | 4,51 %   |
|         | Total par poste                |                                       | 464  | 48 816                                    | 1 536  | 10 608                           | 171 911               | 62 191        | 13 945            | 309 471                 | 100,00 % |

<sup>(1)</sup> Les pourcentages représentent le total des actifs sous gestion des fonds couverts par l'enquête CERS pour lesquels une ventilation par échéance est disponible (par exemple, 81 % du total des actifs sous gestion pour les fonds VLC et 100 % pour les autres catégories de fonds). Ces pourcentages pourraient donc évoluer si la couverture était étendue à l'ensemble des fonds.

|            | Monnaie de libellé des actifs  | Titres de créance des IFM domestiques | Titres de créance des autres IFM de la zone euro | Titres de créance des non-IFM domestiques | Titres de créance des autres non-IFM de la zone euro | Titres de créance hors zone euro | Dépôts hors zone euro | Autres actifs | Total par monnaie | Pourcentage par monnaie |
|------------|--------------------------------|---------------------------------------|--|---|--|----------------------------------|-----------------------|---------------|-------------------|-------------------------|
| Luxembourg | EUR                            | 712                                   | 20 257   | 1 277                                     | 30 303   | 18 660                           | 6 631                 |               | 77 840            | 31,06 %                 |
|            | USD                            | 838                                   | 8 848  | 111                                       | 5 700  | 61 630                           | 35 607                |               | 112 734           | 44,98 %                 |
|            | GBP                            | 211                                   | 3 642  | 19  | 2 803  | 9 034                            | 3 825                 |               | 19 534            | 7,79 %                  |
|            | CHF                            | 167                                   | 2 026  | 0   | 655  | 1 894                            | 301                   |               | 5 043             | 2,01 %                  |
|            | JPY                            | 0                                     | 0  | 0   | 75   | 362                              | 0                     |               | 437               | 0,17 %                  |
|            | Non disponibles <sup>(1)</sup> |                                       |  |   |  |                                  |                       | 35 022        | 35 022            | 13,97 %                 |
|            | Total par poste                | 1 928                                 | 34 773   | 1 407                                     | 39 536   | 91 580                           | 46 364                | 35 022        | 250 610           | 100,00 %                |
| France     | EUR                            | 155 494                               | 45 834   | 31 748                                    | 31 076   | 38 989                           | 860                   |               | 304 001           | 76,90 %                 |
|            | USD                            | 271                                   | 124  | 58  | 132  | 263                              | 4                     |               | 852               | 0,22 %                  |
|            | GBP                            | 0                                     | 0  | 0   | 0  | 45                               | 0                     |               | 45                | 0,01 %                  |
|            | CHF                            | 0                                     | 320  | 27  | 0  | 341                              | 0                     |               | 688               | 0,17 %                  |
|            | JPY                            | 0                                     | 0  | 0   | 0  | 0                                | 0                     |               | 0                 | 0,00 %                  |
|            | Non disponibles <sup>(1)</sup> |                                       |  |   |  |                                  |                       | 89 757        | 89 757            | 22,70 %                 |
|            | Total par poste                | 155 765                               | 46 278   | 31 833                                    | 31 208   | 39 638                           | 864                   | 89 757        | 395 343           | 100,00 %                |

Source: BCE.

<sup>(1)</sup> La catégorie «Non disponible» désigne: i) les actions et autres fonds propres (généralement négligeables); ii) les autres parts de fonds; et iii) les autres actifs. Dans le cas de la France, la composante ii) est importante (près de 50 milliards d'EUR) et essentiellement libellée en euros.

### III.3. Vue d'ensemble des investisseurs en OPC monétaires

Les statistiques de la BCE sur les OPC monétaires n'offrent qu'une vue générale de la composition de la base d'investisseurs de ces fonds, surtout en ce qui concerne la zone euro. Les données de l'enquête du CERS complètent ce tableau par des informations supplémentaires sur la ventilation par secteur des investisseurs, en particulier ceux hors zone euro. Le tableau 8 récapitule la ventilation géographique des investisseurs en OPC monétaires par région et par type de fonds fournie par les deux sources de données.

En ce qui concerne la **ventilation géographique**, les fonds en Espagne, en France et en Italie ont une base d'investisseurs nettement nationale, tandis que ceux d'Irlande et du Luxembourg dépendent beaucoup plus de la demande étrangère. Il existe toutefois des divergences entre les deux sources d'information, notamment pour ce qui est de la répartition des investissements des fonds d'Irlande et du Luxembourg entre la zone euro/l'UE et le reste du monde (**tableau 8**). Ces divergences peuvent s'expliquer par une couverture différente et par la difficulté objective que présente pour les gestionnaires de fonds une classification par région et par secteur d'origine. Selon l'enquête du CERS, les résidents hors UE représentent une part importante de la base d'investisseurs (41 %), et cette proportion est encore plus élevée pour l'Irlande (70 %). Aussi, 90 % des investisseurs hors UE en OPC monétaires de l'UE ont-ils choisi des fonds VLC. Enfin, la base d'investisseurs des OPC monétaires allemands n'apparaît que dans les statistiques de la BCE, ce qui révèle la prédominance des investisseurs d'Allemagne.

Tableau 8

#### Ventilation géographique des investisseurs en OPC monétaires européens, comparaison entre statistiques de la BCE et enquête du CERS (en millions d'EUR et %)

|         |             | DOMEST, | ZONE EURO (hors dom.) | UE (hors dom.) | Reste du monde <sup>(1)</sup> | Autres | Total (en millions d'EUR) | DOMEST, | ZONE EURO (hors dom.) | UE (hors dom.) | Reste du monde |
|---------|-------------|---------|-----------------------|----------------|-------------------------------|--------|---------------------------|---------|-----------------------|----------------|----------------|
| France  | Données BCE | 368 496 | 16 718                | n/d            | 2 676                         | 7 453  | 395 343                   | 93 %    | 4 %                   | n/d            | 1 %            |
|         | Enquête     | 193 645 | n/d                   | 2 475          | 67                            | n/d    | 196 187                   | 99 %    | n/d                   | 1 %            | 0 %            |
| Irlande | Données BCE | 15 789  | 36 487                | n/d            | 252 693                       | 4 502  | 309 471                   | 5 %     | 12 %                  | n/d            | 82 %           |
|         | Enquête     | 17 018  | n/d                   | 71 563         | 202 364                       | n/d    | 290 945                   | 6 %     | n/d                   | 25 %           | 70 %           |

|            |             | DOMEST. | ZONE EURO (hors dom.) | UE (hors dom.) | Reste du monde (¹) | Autres | Total (en millions d'EUR) | DOMEST. | ZONE EURO (hors dom.) | UE (hors dom.) | Reste du monde |
|------------|-------------|---------|-----------------------|----------------|--------------------|--------|---------------------------|---------|-----------------------|----------------|----------------|
| Luxembourg | Données BCE | 10 172  | 81 766                | n/d            | 152 159            | 6 513  | 250 610                   | 4 %     | 33 %                  | n/d            | 61 %           |
|            | Enquête     | 12 493  | n/d                   | 92 651         | 79 340             | n/d    | 184 485                   | 7 %     | n/d                   | 50 %           | 43 %           |
| Italie     | Données BCE | 7 820   | 12                    | n/d            | 22                 | 80     | 7 934                     | 99 %    | 0 %                   | n/d            | 0 %            |
|            | Enquête     | 7 820   | n/d                   | 15             | 20                 | n/d    | 7 854                     | 100 %   | n/d                   | 0 %            | 0 %            |
| Espagne    | Données BCE | 8 860   | 72                    | n/d            | 28                 | 39     | 8 999                     | 98 %    | 1 %                   | n/d            | 0 %            |
|            | Enquête     | 8 881   | n/d                   | 100            | 0                  | n/d    | 8 981                     | 99 %    | n/d                   | 1 %            | 0 %            |
| Allemagne  | Données BCE | 4 120   | 1 547                 | n/d            | 384                | 26     | 6 077                     | 68 %    | 25 %                  | n/d            | 6 %            |
|            | Enquête     | n/d     | n/d                   | n/d            | n/d                | n/d    | n/d                       | n/d     | n/d                   | n/d            | n/d            |
| Total      | Données BCE | 435 941 | 137 229               | n/d            | 408 653            | 18 736 | 1 000 559                 | 44 %    | 14 %                  | n/d            | 41 %           |
|            | Enquête     | 239 857 | n/d                   | 166 804        | 281 791            |        | 688 452                   | 35 %    | n/d                   | 24 %           | 41 %           |

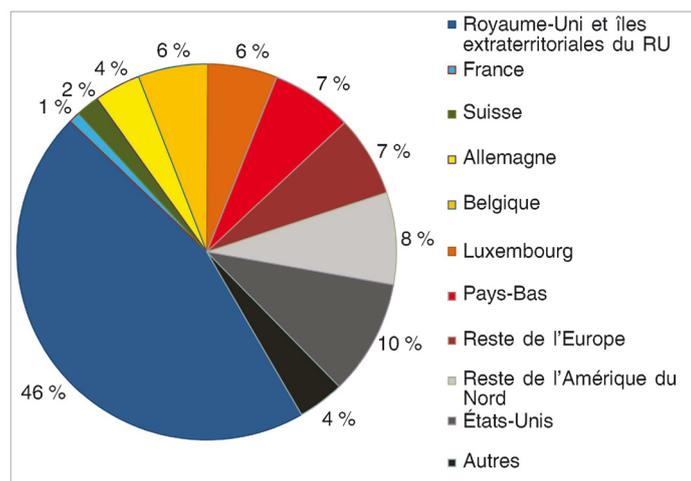
Source: Enquête CERS et BCE.

(¹) Résidents hors UE pour l'enquête CERS et résidents hors zone euro pour les données BCE.

L'incertitude entourant les chiffres relatifs à la base d'investisseurs est encore soulignée par les données de l'IMMFA, selon lesquelles la proportion d'investisseurs hors UE est beaucoup moins importante pour les fonds VLC de l'UE (**graphique 5**).

Graphique 5

Ventilation par pays des investisseurs en OPC monétaires de l'IMMFA (décembre 2010)



Source: IMMFA (mentionnée dans le document CERS, «Études concernant des sujets spécifiques», 2012).

En ce qui concerne la **ventilation par secteur** de la base d'investisseurs des OPC monétaires de l'UE (**tableau 9**), l'enquête du CERS montre l'importance des IFM (32 % de la base d'investisseurs); le secteur des entreprises prend la seconde place, avec 21 %, suivi par celui des compagnies d'assurances, entreprises et fonds de pension, à 13 %, et les autres intermédiaires financiers (par exemple, autres fonds d'investissement, fonds spéculatifs), avec 12 %. Ainsi, non seulement les OPC monétaires sont une source de financement importante pour les banques, mais les banques sont également de gros investisseurs en OPC monétaires.

Tableau 9

## Base d'investisseurs de quelques catégories de fonds (en millions d'EUR et %)

| Catégorie de fonds    | Pays déclarants | TOTAL (en millions d'EUR) | IFM           | SNF           | AIF           | Sociétés d'assurance et fonds de pension | Ménages       | Autres ou n/d | Couverture <sup>(1)</sup> | Couverture ajustée |
|-----------------------|-----------------|---------------------------|---------------|---------------|---------------|--|---------------|---------------|---------------------------|--------------------|
| 1 -VLC                | Irlande         | 272 962                   | <b>37,8 %</b> | <b>10,7 %</b> | <b>22,0 %</b> | 3,2 %                                    | 0,1 %         | 26,3 %        | 100,0 %                   | 73,7 %             |
|                       | Luxembourg      | 141 700                   | <b>48,8 %</b> | <b>32,5 %</b> | 1,5 %         | 3,1 %                                    | <b>13,5 %</b> | 0,6 %         | 88,0 %                    | 87,5 %             |
| 2 - VLV à court terme | France          | 103 389                   | 14,7 %        | 22,4 %        | 1,1 %         | 50,7 %                                   | 5,1 %         | 6,0 %         | 55,6 %                    | 49,7 %             |
|                       | Autres pays     | 35 598                    | 21,5 %        | 11,2 %        | 31,9 %        | 24,7 %                                   | 1,1 %         | 9,5 %         | 100,0 %                   | 90,5 %             |
| 3- VLV (hors VLV CT)  | France          | 92 798                    | <b>25,5 %</b> | <b>44,0 %</b> | 5,7 %         | 10,0 %                                   | 5,7 %         | 9,1 %         | 65,4 %                    | 56,3 %             |
|                       | Autres pays     | 44 710                    | 8,7 %         | 3,0 %         | 5,5 %         | 10,2 %                                   | <b>55,0 %</b> | 17,5 %        | 100,0 %                   | 82,5 %             |
| 1 - OPCVM             | Tous pays       | 636 383                   | 34,4 %        | 20,2 %        | 12,7 %        | 10,6 %                                   | 7,1 %         | 15,0 %        | 99,4 %                    | 84,4 %             |
| 2 -Non-OPCVM          | Tous pays       | 54 774                    | 7,4 %         | 29,1 %        | 2,3 %         | 37,8 %                                   | 17,6 %        | 5,8 %         | 97,6 %                    | 91,8 %             |
| Total                 | Tous pays       | 691 157                   | 32,2 %        | 20,9 %        | 11,9 %        | 12,7 %                                   | 7,9 %         | 14,3 %        | 70,6 %                    | 56,4 %             |

Source: Enquête CERS.

<sup>(1)</sup> Coverage by funds type calculated with reference to the sums of complete and partial reporting. Coverage for totals is calculated with respect to the total fund population of the six reporting countries according to ECB data. Adjusted coverage is the netted coverage of the category 'Other or n/a'. **Cells marked in bold refer to more than EUR 20 billion.**

Si l'on considère les **spécificités nationales**, les données révèlent la prédominance des investisseurs des IFM dans les fonds VLC établis au Luxembourg et en Irlande; les fonds VLC irlandais sont également très attractifs pour les investisseurs des autres intermédiaires financiers hors UE (22 %). Les compagnies d'assurance et les fonds de pension sont les principaux investisseurs en fonds VLC à court terme français. La plus forte concentration d'investissements des sociétés non financières en OPC monétaires s'observe pour les fonds VLC luxembourgeois (46 milliards d'EUR), les fonds VLV hors court terme français (41 milliards d'EUR) et les fonds VLC irlandais (29 milliards d'EUR). Enfin, la grande majorité des investisseurs en OPC monétaires d'Espagne et d'Italie proviennent du secteur des ménages. Le total des investissements des ménages de l'UE dans les OPC monétaires des six pays déclarants s'élève à 32 milliards d'EUR. Une part non négligeable des ménages hors UE investissent dans les fonds VLC luxembourgeois (16 milliards d'EUR).

#### III.4. Concentration du secteur

Le secteur des OPC monétaires européens est assez concentré, surtout en ce qui concerne les fonds VLC. Selon l'enquête du CERS, les dix plus grands fonds VLC d'Europe (sur un total de 123) ont une part de marché d'environ 55 %, soit 226 milliards d'EUR (**tableau 10**). Par comparaison, les dix plus grands fonds VLV d'Europe représentent 33 % du marché, et tous sauf un sont établis en France. Dans le cas des fonds non soumis à la réglementation sur les OPCVM, les dix premiers ont une part de marché de 74 % <sup>(1)</sup>.

Tableau 10

## Concentration des 3, 5, 10 et 20 principaux fonds, pour quelques catégories de fonds (en %)

| Fonds       | VLC Irlande | VLC Luxembg | France  | Tous VLC | Tous VLV | OPCVM   | Non-OPCVM | Tous fonds |
|-------------|-------------|-------------|---------|----------|----------|---------|-----------|------------|
| 3 premiers  | 26,10 %     | 65,40 %     | 16,70 % | 27,60 %  | 15,10 %  | 16,50 % | 46,10 %   | 12,30 %    |
| 5 premiers  | 38,40 %     | 77,30 %     | 23,10 % | 36,50 %  | 21,10 %  | 22,70 % | 55,70 %   | 17,60 %    |
| 10 premiers | 64,00 %     | 86,80 %     | 35,90 % | 55,50 %  | 32,80 %  | 34,40 % | 73,70 %   | 26,80 %    |

<sup>(1)</sup> Essentiellement du fait d'un grand fonds VLV établi en France, qui représente 35 % des fonds de l'enquête non soumis à la réglementation des OPCVM.

| Fonds       | VLC Irlande | VLC Luxembg | France  | Tous VLC | Tous VLV | OPCVM   | Non-OPCVM | Tous fonds |
|-------------|-------------|-------------|---------|----------|----------|---------|-----------|------------|
| 20 premiers | 84,30 %     | N/A         | 50,50 % | 77,60 %  | 48,10 %  | 52,20 % | 88,80 %   | 40,60 %    |

Source: Enquête CERS.

Note: Les parts des catégories «France» et «Tous fonds» sont calculées par rapport au total des actifs sous gestion tel qu'il figure dans les statistiques de la BCE pour les pays déclarants; pour toutes les autres catégories, les pourcentages se rapportent au total des actifs sous gestion des fonds pour lesquels l'information correspondante (valeur liquidative constante ou variable, soumis à la réglementation OPCVM ou non) est disponible, soit 89 % et 82 % du total.

Une analyse de la concentration du secteur par groupe gestionnaire révèle que les cinq plus grands groupes gérant des OPC monétaires en Europe représentent 40 % du total, et les dix plus grands, 54 %. Le secteur des fonds VLC est encore plus concentré, les cinq plus grands groupes de gestion réunissant 87 % du total au Luxembourg et 59 % en Irlande. En ce qui concerne les fonds non soumis à la réglementation sur les OPCVM, les trois principaux opérateurs européens gèrent environ 67 % du secteur. Sur les dix premiers groupes européens, sept sont liés à des banques (dont quatre parmi les cinq premiers), deux sont des gestionnaires d'actifs indépendants et un appartient à un groupe d'assurances.

Tableau 11

**Concentration du secteur des OPC monétaires, par groupe gestionnaire (en %)**

| Promoteurs  | VLC Irlande | VLC Luxembourg | France  | Tous VLC | Tous VLV | OPCVM   | Non-OPCVM | Tous fonds |
|-------------|-------------|----------------|---------|----------|----------|---------|-----------|------------|
| 3 premiers  | 43,90 %     | 84,10 %        | 46,20 % | 51,10 %  | 43,90 %  | 37,90 % | 67,00 %   | 30,00 %    |
| 5 premiers  | 59,30 %     | 86,80 %        | 58,60 % | 61,10 %  | 55,70 %  | 47,10 % | 77,00 %   | 40,50 %    |
| 10 premiers | 73,80 %     | N/A            | 71,10 % | 81,60 %  | 70,20 %  | 62,30 % | 91,90 %   | 53,60 %    |

Source: Enquête CERS.

Note: Les parts des catégories «France» et «Tous fonds» sont calculées par rapport au total des actifs sous gestion tel qu'il figure dans les statistiques de la BCE pour les pays déclarants; pour toutes les autres catégories, les pourcentages se rapportent au total des actifs sous gestion des fonds pour lesquels l'information correspondante (valeur liquidative constante ou variable, soumis à la réglementation OPCVM ou non) est disponible, soit 89 % et 82 % du total.

### III.5. Écart par rapport au pair dans les fonds VLC

Dans le passé, les OPC monétaires européens présentaient un écart entre prix virtuel et prix constant (pertes non réalisées au cours du marché). Selon l'enquête du CERS, sur un échantillon de 76 fonds (représentant un actif sous gestion total de 414 milliards d'EUR), 18 fonds VLC ont connu un écart allant jusqu'à 10 points de base et 15 fonds VLC, un écart de plus de 10 points de base, durant la période juin 2007-juin 2012 (tableau 12). En outre, sur les 15 fonds VLC ayant connu un écart de plus de 10 points de base, 13 comptent environ 72 milliards d'EUR d'actifs sous gestion <sup>(1)</sup>; parmi ces 13 se trouvent trois des dix plus grands fonds de l'échantillon. Cependant, pour certains fonds, l'écart s'est limité à l'incident de crédit qui a suivi l'effondrement de Lehman en 2008. Il convient de noter que ces données couvrent les périodes aussi bien avant qu'après la réforme réglementaire CERMV/AEMF, et que les écarts survenus pendant ces périodes ne ressortent pas des données de l'enquête.

Tableau 12

**Écart par rapport au pair des fonds VLC sur la période juin 2007 – juin 2012 (en millions d'EUR et %)**

| Écart         | Total           | avec données sur taille |           |         |                   |
|---------------|-----------------|-------------------------|-----------|---------|-------------------|
|               | Nombre de fonds | Nombre de fonds         | VL totale | %       | VL des 3 premiers |
| Jusqu'à 10 pb | 18              | 13                      | 77,872    | 28,00 % | 45,935            |
| 11 pb ou plus | 15              | 12                      | 72,253    | 26,50 % | 45,935            |

Source: Enquête CERS.

Note: Nombre d'écarts par rapport au pair sur la période juin 2007 – juin 2012. Couverture: 78 fonds VLC (les données sur la taille des fonds ne sont disponibles que pour 65 fonds).

<sup>(1)</sup> On ne dispose pas de données relatives aux deux autres fonds VLC.

#### IV. RECOMMANDATIONS DU CERS

##### IV.1. Portée des recommandations

L'**objectif pratique** qui guide les recommandations du CERS est de limiter les risques que présentent les OPC monétaires domiciliés dans l'UE pour la stabilité financière du fait des caractéristiques qui les apparentent à des banques et de leur vulnérabilité à des désengagements massifs des investisseurs (surtout les fonds VLC). Les recommandations visent aussi une mise en œuvre appropriée et cohérente, en Europe, des recommandations correspondantes de l'OICV.

La Commission a indiqué son intention de mettre au point des mesures législatives sur les OPCVM et les OPC monétaires valables dans toute l'Union. Afin d'en assurer une mise en œuvre harmonisée dans toute l'Union, la Commission européenne est le seul **destinataire** des recommandations du CERS. La Commission peut solliciter l'avis des autorités européennes de supervision (AES) pertinentes — et en particulier l'AEMF — en ce qui concerne la mise en œuvre des recommandations du CERS et, afin d'en assurer une application harmonisée, elle peut leur demander d'élaborer les normes techniques, lignes directrices et recommandations nécessaires (notamment des modèles de production de rapports et de publication). L'élaboration de normes techniques relatives à la réglementation des OPC monétaires sort du cadre de la présente annexe.

En ce qui concerne la période de mise en œuvre des recommandations, et conformément au calendrier envisagé de réforme du dispositif relatif aux OPCVM, la Commission est invitée à fournir au CERS, avant la fin juin 2013 et avant la fin juin 2014, un rapport sur l'état d'avancement de la mise en œuvre des recommandations. Pour la recommandation A, des dispositions transitoires sont en outre proposées.

En termes de **couverture des fonds**, les recommandations du CERS, suivant les recommandations de l'OICV, ciblent les organismes de placement collectif (OPC) établis dans l'UE qui sont offerts/vendus aux investisseurs comme instruments cherchant à préserver le capital du fonds, fournir une liquidité journalière et viser un rendement conforme aux taux d'intérêt du marché monétaire. Elles concernent tout particulièrement les fonds considérés ou commercialisés comme OPC monétaires ou comme présentant les caractéristiques d'un OPC monétaire (préservation de la valeur du capital, remboursements journaliers et taux du marché monétaire) ou encore les fonds vendus de telle sorte qu'ils en donnent l'impression (par exemple, fonds commercialisés comme fonds de trésorerie, fonds liquides, fonds de liquidité ou fonds à échéance courte). Lorsqu'elles ne font pas référence explicite à un type de fonds (fonds VLC, fonds VLV, OPC monétaire à court terme, OPCVM, non-OPCVM), les recommandations du CERS couvrent tous les types d'OPC monétaires européens tels que définis ci-dessus, quel que soit leur nom ou le dispositif réglementaire applicable.

Une étude détaillée des recommandations est présentée ci-après avec la justification économique et l'évaluation de chacune d'entre elles, y compris leurs avantages et inconvénients probables et, lorsque c'est possible, leur incidence potentielle sur le marché. La partie évaluation recourt largement à des articles, aux résultats d'un exercice spécifique de collecte de données et à des discussions avec les intervenants du marché.

##### IV.2. Recommandation A — Passage obligatoire à une valeur liquidative variable

*La Commission est invitée à s'assurer que la législation pertinente de l'Union:*

- 1) *exige des organismes de placement collectif monétaires (OPC monétaires) qu'ils présentent une valeur liquidative variable;*
- 2) *exige des OPC monétaires l'utilisation générale de la méthode de comptabilisation à la juste valeur et la limitation de l'utilisation de la méthode de comptabilisation au coût amorti à un certain nombre de cas prédéfinis.*

###### IV.2.1. Justification économique

###### a) Mesures envisageables

Une considération essentielle du point de vue du risque systémique est le fait que les OPC monétaires sont des entités du système bancaire parallèle remplissant une fonction économique semblable à celle des banques. Même s'ils sont soumis à la supervision du marché, ils n'ont pas de forme juridique équivalente et ne sont pas régis par le dispositif réglementaire applicable aux banques (partie II).

Les recommandations de l'OICV (octobre 2012), telles qu'entérinées par le CSF, visent à combler cette lacune. Le document soumis à consultation par le CSF (novembre 2012) au sujet de la réforme du système bancaire parallèle approuve les travaux de l'OICV. Il indique que les risques peuvent être traités de deux façons: i) en supprimant les caractéristiques des OPC monétaires qui augmentent leur vulnérabilité à des désengagements massifs des investisseurs, c'est-à-dire les caractéristiques de dépôts qu'ils partagent avec les banques; ii) en autorisant les OPC monétaires à conserver leurs caractéristiques de dépôts bancaires tout en mettant en œuvre des mesures de limitation des risques, comme la réglementation prudentielle des banques.

La première solution nécessiterait des réformes de la valorisation des parts des fonds pour en éliminer les caractéristiques de dépôts bancaires. En conséquence, la valorisation des parts devrait mieux refléter la valeur des actifs sous-jacents du

fonds. Cela signifie que les fonds devront utiliser le modèle VLV et, en général, la méthode de comptabilisation à la juste valeur. Dans le cas où ils continueraient à recourir à la méthode de comptabilisation au coût amorti, la valeur des actifs ne devrait pas s'éloigner beaucoup de leur juste valeur. La deuxième solution (permettre aux OPC monétaires de continuer à utiliser le modèle VLC) exigerait un meilleur alignement des fonds sur la réglementation bancaire. Les fonds devraient notamment remplir des conditions équivalentes aux exigences de fonds propres, de liquidité et autres exigences prudentielles qui s'appliquent aux banques et les protègent de désinvestissements massifs des investisseurs.

Ces deux solutions se retrouvent dans la recommandation 10 de l'OICV: «Les OPC monétaires offrant une valeur liquidative constante (VLC) devraient faire l'objet de mesures destinées à réduire les risques spécifiques associés à cette caractéristique et à internaliser les coûts occasionnés. Les autorités de réglementation devraient exiger, lorsque c'est possible, le passage à une valeur liquidative variable (VLV). À défaut, des garde-fous devraient être introduits pour renforcer la résilience des OPC monétaires VLC et leur capacité à faire face à des remboursements importants.» Le CSF ajoute dans son document soumis à consultation de novembre 2012 (mentionné ci-dessus) que, si cette conversion n'était pas possible, les garde-fous exigés «devraient, d'un point de vue fonctionnel, avoir un effet équivalent à celui des exigences de fonds propres, de liquidité et autres exigences prudentielles qui protègent les banques de retraits massifs de leurs dépôts». Dans sa recommandation 4, l'OICV indique également que «les OPC monétaires devraient observer le principe général de la juste valeur lors de la valorisation des titres qu'ils détiennent en portefeuille. La méthode de comptabilisation au coût amorti ne devrait être utilisée que dans des circonstances limitées».

Lorsqu'on parle de passage d'une valeur liquidative constante à une valeur liquidative variable, il convient d'examiner attentivement les initiatives internationales en cours (partie I.1). Le CSF devrait finaliser son ensemble de recommandations sur le système bancaire parallèle en septembre 2013 (CSF, novembre 2012). Étant donné l'interconnexion des marchés et la forte capacité d'adaptation du système bancaire parallèle (dont les OPC monétaires font partie), on peut soutenir que les propositions qui s'y rapportent doivent être exhaustives et que toute approche au coup par coup ou incomplète risque de donner rapidement lieu à des arbitrages. Le CSF a déclaré que, une fois ses recommandations finalisées, il s'occuperait des procédures destinées à assurer leur mise en œuvre correcte. Cependant, il n'envisage pas de poursuivre ses travaux sur les recommandations.

Conformément à la nature profonde des OPC monétaires, la meilleure solution est celle qui consiste à renforcer leurs caractéristiques de placement et réduire celles qui les apparentent à des banques/dépôts bancaires par la conversion obligatoire des fonds VLC en fonds VLV. Comme nous l'expliquons plus en détail ci-dessous, les raisons qui poussent à aller plus loin que la recommandation 10 de l'OICV sont les suivantes: réduction de l'incitation à des désengagements massifs; plus grande transparence des prix; interconnexions réduites.

#### b) Réduction des risques

Même si des désengagements massifs d'investisseurs peuvent se produire dans tous les types d'OPC présentant des décalages de liquidité ou des asymétries d'échéance, les OPC à valeur liquidative constante ont des caractéristiques telles qu'on peut penser qu'un investisseur pourrait chercher à utiliser son avantage de premier sortant dans les périodes de tension sur les marchés financiers (partie II.1). La transformation en des OPC à valeur liquidative variable réduira les risques associés aux OPC à valeur liquidative constante et les effets d'un incident de crédit. Le modèle VLV peut **diminuer l'intérêt, pour les actionnaires, d'un désengagement massif** lorsque l'OPC essuie une faible perte. Comme souligné dans la partie II, même de faibles pertes peuvent entraîner un désengagement massif des investisseurs d'un fonds qui, à son tour, peut se propager à d'autres. L'avantage au premier sortant procuré par l'utilisation de la méthode de comptabilisation au coût amorti et le fait d'arrondir la valeur liquidative peut être atténué en forçant les détenteurs de parts à revendre à une valeur liquidative reflétant les pertes courantes, ce qui diminue le transfert de pertes vers les investisseurs restant.

L'abandon de la méthode de comptabilisation au coût amorti et des arrondis pourrait rendre les **cours transparents** pour les investisseurs (puisque cela permet des fluctuations du cours de la part, comme dans n'importe quel autre OPC) et permettrait de mieux leur faire comprendre les risques inhérents aux OPC monétaires et en quoi ils diffèrent de dépôts bancaires. Cela peut donc modérer les attentes des investisseurs qui pensent que les OPC monétaires ne sont pas susceptibles de pertes et réduire le risque de désengagement massif lorsqu'un fonds ne répond pas à ces attentes. Les investisseurs seront alors plus susceptibles de s'attendre à des fluctuations régulières, et donc de les accepter, comme pour les autres produits de placement, car une baisse des cours du marché n'annonce pas nécessairement une défaillance imminente de leurs portefeuilles de titres<sup>(1)</sup>. Le modèle VLV peut atténuer l'incertitude entourant la qualité des actifs en portefeuille, puisque celle-ci se reflète alors dans la valeur liquidative.

<sup>(1)</sup> Ainsi, pendant l'été 2011, la valeur des OPC monétaires européens à valeur liquidative variable a varié du fait de l'évolution des conditions du marché et d'une hausse de la volatilité. Ces fluctuations n'ont toutefois pratiquement pas eu d'impact sur les demandes de rachat, ce qui laisse penser que les investisseurs acceptent des variations temporaires (y compris à la baisse) de la valeur liquidative de leurs fonds.

Les OPC monétaires investissant dans des échéances très courtes assorties de risques de crédit et de taux moins importants traduiront sans doute ce plus faible niveau de risque par une moindre fluctuation de leur valeur liquidative. Les investisseurs pourront comparer les fluctuations journalières de cette valeur liquidative dans différentes conditions de marché, et cette information les aidera à prendre des décisions qui correspondent mieux à leurs préférences en matière de risque et de rendement.

Même si l'avantage au premier sortant mentionné ci-dessus peut être réduit, il peut subsister un certain intérêt, pour les investisseurs, à se faire rembourser avant les autres. Les OPC monétaires n'ont pas une liquidité journalière de 100 %, de sorte que, dans certains cas extrêmes, les demandes de remboursement risquent de ne pas être satisfaites. C'est pourquoi, en cas de demandes très importantes, il peut subsister un certain intérêt, pour les investisseurs, à se faire rembourser (comme pour tout fonds d'investissement), car les remboursements suivants risquent de forcer le fonds à céder des actifs moins liquides, voire à encourir des pertes. Les incertitudes comptables présentées par les fonds VLV peuvent aussi contribuer au risque de désengagements massifs des investisseurs.

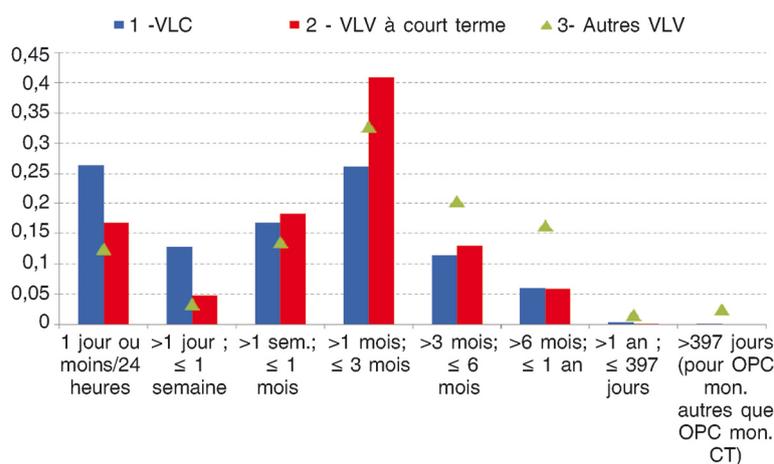
Pour limiter encore ces risques dans les OPC monétaires à valeur liquidative variable, la recommandation traite aussi de la valorisation des instruments. En règle générale, les OPC monétaires devraient s'assurer que la valorisation des actifs repose sur des cours du marché courants, pour autant que ces cours sont disponibles, fiables et à jour. Lorsque les cours du marché ne sont pas disponibles ou pas fiables, les fonds devraient normalement utiliser, pour valoriser les titres en portefeuille, des modèles reposant sur la courbe des rendements actuelle et la prime de risque de l'émetteur.

La recommandation ne signifie pas l'interdiction totale de la méthode de comptabilisation au coût amorti. Toutefois, si cette méthode reste autorisée, de solides garde-fous doivent s'appliquer pour minimiser le risque d'une mauvaise tarification. Conformément à la recommandation de l'OICV, la méthode de comptabilisation au coût amorti ne devrait être utilisée que lorsqu'elle est considérée permettre une approximation correcte du cours de l'instrument.

Il convient de limiter l'utilisation de la méthode de comptabilisation au coût amorti en imposant des restrictions sur l'échéance résiduelle de l'instrument, car cela réduirait considérablement le risque de divergence entre valeur liquidative constante et cours véritable d'un OPC monétaire. Même si l'OICV recommande une durée maximum de 90 jours, les instruments présentant une échéance résiduelle plus courte restent vulnérables aux risques de taux et de crédit. Il faut noter à cet égard que les OPC monétaires européens (et surtout ceux à valeur liquidative constante) détiennent une forte proportion d'actifs ayant une échéance résiduelle inférieure à 90 jours (**graphique 6**). Aux États-Unis, la SEC (1977) n'autorise la valorisation au coût amorti que pour les échéances résiduelles de 60 jours maximum, sous réserve de garde-fous supplémentaires<sup>(1)</sup>. C'est pourquoi, même en appliquant toutes ces restrictions, on risquerait donc un recours extensif à la méthode du coût amorti en adoptant une échéance résiduelle de 90 jours maximum. Dans un fonds VLC, la mauvaise valorisation de seulement 0,5 % des actifs peut constituer motif à des désengagements massifs pour les investisseurs, qui risquent d'essayer de se faire rembourser au pair avant que le cours de la part ne tombe au-dessous.

Graphique 6

Profil des échéances des actifs en fonction du type de fonds (en %)



Source: Enquête CERS.

Note: La catégorie «1 jour ou moins» comprend aussi les dépôts sans échéance ou à échéance indéterminée. La couverture des fonds VLC est de 82 % des actifs sous gestion.

(1) À l'heure actuelle, la règle 2a-7 permet de s'éloigner de cette règle générale dans le cas des OPC monétaires, qui sont autorisés à utiliser la méthode de comptabilisation au coût amorti et les arrondis sans aucune restriction. Selon le Conseil de surveillance de la stabilité financière (FSOC, 2012), le passage à une valeur liquidative variable nécessiterait la levée de cette exemption, de sorte que les OPC monétaires devraient valoriser leurs portefeuilles comme tous les autres OPC; ils devraient notamment réserver la méthode du coût amorti aux échéances résiduelles de 60 jours maximum en l'assortissant d'autres conditions.

La recommandation B sur les exigences en matière de liquidité prendra aussi en compte les fonds VLV et devrait contribuer à réduire encore le risque de désengagements massifs. Il convient toutefois de noter que, même si les risques seront probablement réduits, l'éventualité de désengagements massifs des investisseurs ne peut être complètement exclue étant donné que les OPC monétaires réalisent des opérations de transformation d'échéance.

Enfin, la recommandation A peut contribuer à réduire le risque systémique inhérent aux **liens étroits** qui existent entre sociétés promotrices du fonds, puisque les fluctuations de la valeur liquidative variable peuvent atténuer la dépendance des investisseurs à l'égard du soutien implicite et discrétionnaire de la société promotrice. En effet, les sociétés promotrices des fonds VLV ont moins de raisons d'intervenir pour stabiliser le cours de la part.

#### IV.2.2. Évaluation

##### a) Incidence potentielle

Toutes les mesures envisageables concernant les OPC monétaires devraient faire l'objet d'une évaluation approfondie pour ce qui est de leur incidence potentielle sur la stabilité financière et le fonctionnement du marché. La solution la plus discutée à l'échelle internationale est le passage obligatoire à une valeur liquidative variable. Étant donné les ramifications internationales des OPC monétaires, la solution optimale consisterait en une harmonisation mondiale des initiatives réglementaires. Cependant, à la date du présent rapport, on ne sait pas encore si d'autres réformes réglementaires auront lieu aux États-Unis (le plus grand marché d'OPC monétaires au monde) dans un avenir proche. Simultanément, des initiatives législatives concernant le cadre réglementaire des OPCVM sont en cours en Europe, ce qui pourrait fournir l'occasion d'introduire de nouvelles mesures de réduction des risques systémiques résultant des OPC monétaires (partie I).

D'un côté, les conséquences d'un passage obligatoire (unilatéral) à une valeur liquidative variable pour les OPC monétaires européens pourraient être négligeables pour le secteur dans son ensemble, si l'on suppose que les investisseurs dans les fonds VLC ne s'intéressent pas à la classification véritable d'un fonds mais plutôt à ses actifs sous-jacents. De l'autre, on pourrait assister à un mouvement soudain de retrait des OPC à valeur liquidative constante d'Europe au profit d'autres juridictions ou d'autres produits. Ce mouvement pourrait avoir un impact important sur la tarification et la disponibilité des financements à court terme pour les emprunteurs européens, et notamment les banques.

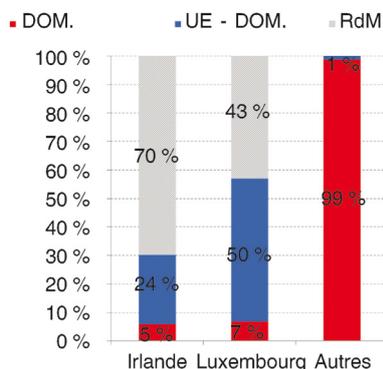
Lors de la table ronde organisée par le CERS avec des parties prenantes du secteur privé, plusieurs intervenants ont affirmé que la probabilité d'une baisse de la demande était peu importante de la part des investisseurs européens, mais plus importante pour ceux hors d'Europe, notamment ceux des États-Unis, particulièrement intéressés par la valeur liquidative constante. Une éventuelle baisse de la demande des investisseurs américains pourrait être prononcée si des réformes réglementaires semblables ne sont pas lancées ou planifiées aux États-Unis dans un avenir proche. Même s'il est très difficile d'évaluer l'impact d'un éventuel passage unilatéral à la valeur liquidative variable en Europe, essentiellement en raison des incertitudes concernant le comportement des investisseurs, la partie II fournit plusieurs informations utiles qui peuvent au moins permettre de s'en faire une idée.

Les fonds VLC sont nettement exposés aux IFM hors UE (161 milliards d'EUR au total) et moins par rapport à celles de l'UE (146 milliards d'EUR), fonds irlandais en tête (128 milliards d'EUR, soit 47 % du total des actifs sous gestion). L'exposition transfrontière des fonds irlandais VLC envers les IFM de l'UE est également élevée (75 milliards d'EUR). En ce qui concerne les fonds luxembourgeois, leur exposition envers les IFM de l'UE est plus forte (58 milliards d'EUR) que vis-à-vis des entités hors UE (33 milliards d'EUR), même si, dans ce cas, la couverture est moins importante et les chiffres peuvent sous-estimer la véritable exposition. Ainsi, un montant de 146 milliards d'EUR investis dans des IFM européennes pourrait être affecté par le passage obligatoire à une valeur liquidative variable, même s'il est probable qu'une partie de ces fonds restent placés dans des IFM européennes, par exemple par le biais de portefeuilles directs de titres émis par des banques européennes ou de dépôts bancaires.

Une grande incertitude règne en ce qui concerne la ventilation géographique des investisseurs en OPC monétaires, comme le montrent les différences entre les statistiques de la BCE et les chiffres fournis par l'enquête ad hoc du CERS (partie III, **tableau 9**). Le tableau 9 de la partie III.3 (ainsi que les **graphiques 7 et 8** ci-dessous) fournit des informations sur la ventilation géographique et par secteur de la base d'investisseurs des fonds VLC, qui sont essentiellement établis en Irlande et au Luxembourg.

Graphique 7

## Ventilation géographique des investisseurs en OPC monétaires (en %)

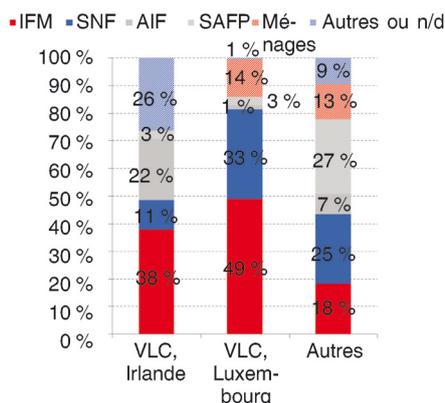


Source: Enquête CERS.

Note: La catégorie «Autres» comprend les fonds allemands, espagnols, français et italiens. Couverture: 100 % de l'enquête du CERS et environ 70 % du total des actifs sous gestion des OPC monétaires de l'UE.

Graphique 8

## Ventilation sectorielle des investisseurs en OPC monétaires (en %)



Source: Enquête CERS.

Note: La catégorie «Autres» comprend les fonds allemands, espagnols, français et italiens, ainsi que les fonds VLV irlandais et luxembourgeois. Couverture: 100 % de l'enquête du CERS et environ 70 % du total des actifs sous gestion des OPC monétaires de l'UE.

Selon l'enquête du CERS, la part des investisseurs hors UE dans les OPC monétaires irlandais est de 70 % (202 milliards d'EUR) (**graphique 7**). Toutefois, à en croire les statistiques de la BCE (qui couvrent l'ensemble de la population des OPC monétaires), les investisseurs hors UE représentent 82 % du total (253 milliards d'EUR). Il n'est cependant pas plausible que les investisseurs du Royaume-Uni et des autres États membres de l'UE hors zone euro comptent seulement 52 milliards d'EUR (différence entre les deux chiffres), alors que les fonds en GBP établis en Irlande totalisent environ 134 milliards d'EUR. En l'absence de chiffre exact, on pourrait considérer le chiffre de l'enquête du CERS (202 milliards d'EUR) comme la limite haute d'une fourchette dont la limite basse serait calculée à partir des statistiques de la BCE (total du reste du monde moins valeur totale des fonds libellés en GBP, soit 253 milliards d'EUR – 134 milliards d'EUR = 119 milliards d'EUR). Ainsi, la part des investisseurs du reste du monde en Irlande pourrait se situer entre 119 milliards d'EUR et 202 milliards d'EUR. D'après l'enquête, ces investisseurs s'intéressent surtout aux fonds VLC (84 %).

En ce qui concerne le Luxembourg, les données de l'enquête ne visaient qu'une couverture partielle de la base d'investisseurs en OPC monétaires, soit environ 74 % du total des capitaux placés. Selon ces données, le secteur «Reste du monde» (c'est-à-dire hors UE) représente quelque 79 milliards d'EUR, soit 43 % du total de la base d'investisseurs. Le chiffre correspondant des statistiques de la BCE (qui inclut toutefois les investisseurs du Royaume-Uni) est de 152 milliards d'EUR, soit 61 % du total de la base d'investisseurs. Après déduction des fonds luxembourgeois libellés en GBP (autour de 20 milliards d'EUR), la fourchette entre les deux chiffres reste assez large (entre 79 milliards d'EUR et 132 milliards d'EUR).

Pour les fonds VLC, les seules données disponibles sont celles de l'enquête du CERS. D'après cette source, les investisseurs hors UE représentent 257 milliards d'EUR, soit 62 % du total de la base d'investisseurs. Toutefois, ce chiffre est sans doute surestimé en raison de l'incertitude qui entoure l'origine des investisseurs.

Ainsi, selon les résultats de l'enquête du CERS, il existe une demande potentielle de 257 milliards d'EUR de la part d'investisseurs hors UE (soit 25 % du total), qui pourraient être tout particulièrement intéressés par les fonds VLC. Malheureusement, la ventilation géographique de la base d'investisseurs ne permet pas d'identifier la classe à laquelle appartiennent les investisseurs des États-Unis. Si le passage à une valeur liquidative variable entraînait le départ de ces investisseurs, un quart des actifs sous gestion des OPC monétaires européens pourrait être affecté. Cela pourrait également avoir un impact sur le financement des IFM. Mais, comme les fonds VLC investissent en grande partie hors de l'UE (partie III.2, **tableau 4**), l'effet de cette mesure sur les IFM européennes pourrait être plus limité. Toutefois, il est probable que la part des investisseurs hors EU est fortement surévaluée dans l'enquête. Selon les données de l'IMMFA, la part des investisseurs américains est de 10 %, soit environ 40 milliards d'EUR; l'impact direct de leur départ serait donc assez restreint.

#### b) Dispositions transitoires

Des dispositions transitoires avant le passage obligatoire à une valeur liquidative variable seront indispensables pour plusieurs raisons. Premièrement, la conversion risque d'être difficile d'un point de vue pratique pour les gestionnaires et les investisseurs car elle pourrait nécessiter une restructuration des systèmes informatiques et du post-marché. Deuxièmement, les investisseurs soucieux d'éviter des pertes potentielles en cas de divergence entre VLC en vigueur et «véritable» VLV pourraient demander d'importants remboursements. C'est pourquoi il est recommandé de mettre en place, pour les OPC monétaires existants, une période transitoire assez longue pendant laquelle le modèle VLC peut être conservé pour permettre les ajustements nécessaires. Cette période transitoire pourrait être de deux ans au moins après la publication définitive des règles applicables. En outre, l'OPC monétaire devrait dûment annoncer le passage à une valeur liquidative variable, bien avant sa mise en œuvre, en expliquant les effets de ce changement. Ce délai supplémentaire devrait aussi être suffisant pour permettre aux investisseurs de prendre en compte d'éventuelles réformes susceptibles d'être appliquées aux États-Unis, ce qui devrait contribuer à atténuer les préoccupations liées au rôle de précurseur joué par l'Europe en la matière.

#### c) Autre solution possible: exigences de fonds propres

##### **Justification**

Dans les cas où le passage à une valeur liquidative variable n'est pas possible, le CSF (novembre 2012) propose une autre solution: la mise en œuvre d'exigences qui auront les mêmes effets que la réglementation prudentielle des banques. S'il ne devait pas exister de législation européenne exigeant le passage obligatoire à une valeur liquidative variable pour tous les OPC monétaires à valeur liquidative constante, des garde-fous stricts, notamment des exigences de fonds propres, devraient être appliqués, comme dans la réglementation bancaire.

Les pages suivantes se concentrent sur les exigences de fonds propres. La logique qui sous-tend cette solution est la suivante: il existe des parallèles conceptuels entre fonds VLC et dépôts bancaires (qui sont protégés par des exigences portant sur les fonds propres des banques). L'imposition d'exigences de fonds propres aux fonds VLC a pour but d'accroître leur capacité à supporter d'éventuelles pertes en cas de défaut des actifs ou de ventes destinées à satisfaire les demandes de rachat menaçant la stabilité de la valeur liquidative. Cette solution pourrait atténuer le risque systémique associé aux fonds, car elle réduirait l'avantage au premier sortant et les raisons qu'ont les investisseurs de se faire rembourser en période de tension, tant que les pertes escomptées restent inférieures au montant du volant de fonds propres<sup>(1)</sup>.

Outre les exigences de fonds propres, on pourrait aussi imposer aux OPC monétaires VLC de demander un agrément bancaire spécial à objet limité (Parlement européen, 2012). Cela permettrait de s'assurer que les fonds VLC sont soumis à une réglementation prudentielle semblable à celle des banques, notamment en ce qui concerne les fonds propres. Cela permettrait aussi à ces fonds de bénéficier de dispositifs de garantie des dépôts et de la liquidité de banque centrale, comme les établissements bancaires.

##### **Modèles possibles**

Deux conceptions possibles des exigences de fonds propres sont à l'étude au niveau international: i) un volant de valeur liquidative financé par les investisseurs; et ii) des exigences de fonds propres applicables au gestionnaire. Ces deux modèles sont examinés plus en détail dans les pages qui suivent.

##### i) Volant de valeur liquidative financé par le marché

La première solution possible serait un volant de valeur liquidative: l'OPC monétaire créerait une réserve de fonds propres au niveau du fonds en conservant une partie de son revenu comme protection contre les pertes. Un montant minimum pourrait être fixé par la législation et le fonds pourrait arrêter de prélever sur son revenu une fois ce minimum atteint. Ce concept présente toutefois plusieurs inconvénients (OICV, octobre 2012).

<sup>(1)</sup> Voir, par exemple, Gordon et Gandia (2012), Squam Lake Group (2011) et FSOC (2012).

La constitution d'une réserve assez importante prendrait du temps, ce qui serait d'une utilité limitée pendant la période transitoire. Une réserve de plus petite taille serait plus rapide à constituer, mais elle serait aussi d'une utilité limitée; elle pourrait même donner l'impression fallacieuse que les pertes de l'investisseur bénéficient d'une protection plus importante que ce qui est vraiment le cas, ce qui pourrait accroître le risque systémique. En outre, dans le contexte actuel de faibles taux d'intérêt, la formation d'une réserve conséquente serait très difficile.

La constitution de cette réserve pourrait également entraîner un transfert d'avantages entre détenteurs de parts actuels, qui contribuent à la constitution du volant, et détenteurs de parts futurs, qui pourront en bénéficier plus tard.

La création de la réserve ayant comme effet direct une baisse du rendement offert par le fonds, celui-ci risque de perdre de son attrait pour les investisseurs, de sorte que la demande risque de diminuer. Les fonds risquent de quitter le marché pour éviter ce volant, réduisant la taille du secteur et supprimant une source importante de financement à court terme pour les IFM.

Enfin, comme la réserve serait alimentée par les détenteurs de parts du fonds, leurs gestionnaires/promoteurs n'y participeraient pas financièrement, ce qui pourrait diminuer leur motivation à pratiquer une gestion prudente des risques.

ii) Exigences de fonds propres applicables à la société promotrice / garantie explicite de la société promotrice

La seconde solution possible serait d'exiger des gestionnaires/promoteurs des OPC monétaires qu'ils s'engagent explicitement à fournir un soutien financier souvent considéré comme implicite. Cet engagement explicite rendrait obligatoire le soutien (actuellement discrétionnaire) duquel les OPC monétaires dépendaient souvent par le passé et forcerait le promoteur/gestionnaire à en internaliser le coût. Il est raisonnable d'envisager un engagement explicite, car, comme indiqué dans la partie II.2, la nature discrétionnaire du soutien accordé par la société promotrice constitue une source de risque systémique inhérente aux OPC monétaires.

Il pourrait être demandé aux gestionnaires d'OPC monétaires ou, plus généralement, aux sociétés promotrices de mettre en place et financer un compte séquestre absorbant les pertes du fonds. Les capitaux seraient conservés hors de l'OPC et représenteraient des fonds propres de la société promotrice/du garant, et non un passif de l'OPC. Les investisseurs y participeraient indirectement, par exemple en payant des frais/commissions plus élevés, ce qui pourrait réduire la demande. Une autre solution serait, pour le gestionnaire/promoteur, de pouvoir fournir une garantie explicite à condition d'être une entité réglementée soumise à des exigences prudentielles de fonds propres.

### Montant

Le volant/l'exigence de fonds propres devrait être assez élevé(e) pour fournir une solide protection contre les pertes et, donc, réduire efficacement le risque de désengagements massifs des investisseurs. Sinon, ce risque subsisterait dans un fonds considéré comme menacé de pertes supérieures au volant de fonds propres ou dans un fonds pour lequel la capacité du garant à fournir un soutien est incertaine. L'exigence de fonds propres applicable à la garantie explicite fournie par les sociétés promotrices, surtout dans les cas où la valeur liquidative constante serait maintenue, devrait correspondre aux exigences réglementaires appliquées aux banques.

Pour déterminer le montant du volant nécessaire, le **Squam Lake Group** (2011) suggère de tenir compte des montants apportés dans le passé par les sociétés promotrices pour empêcher les fonds VLC de passer au-dessous du pair. Ainsi, un volant d'au moins 0,03 USD par part aurait été nécessaire pendant les deux jours qui ont suivi la faillite de Lehman, lorsque le *Reserve Primary Fund* a déclaré un cours minimum de 97 cents par part.

Le **FSOC** (2012), pour sa part, propose un volant adapté au degré de risque des actifs du fonds: i) aucune exigence de fonds propres pour les disponibilités, les titres du Trésor et les prises en pension du Trésor (prises en pension garanties uniquement par des disponibilités et des titres du Trésor); ii) exigence de 0,75 % pour les autres actifs à liquidité journalière (ou pour les actifs à liquidité hebdomadaire dans le cas des fonds exonérés d'impôts); et iii) exigence de 1,00 % pour tous les autres actifs. La réserve de valeur liquidative est constituée en plus des actifs nécessaires pour stabiliser le cours de la part du fonds VLC. Le FSOC indique également que, si les OPC monétaires investissent en général dans titres présentant un risque faible, l'expérience montre qu'ils peuvent connaître des pertes supérieures au chiffre de 1 % mentionné ci-dessus. C'est pourquoi il expose une autre solution possible, avec un volant pouvant aller jusqu'à 3 % (variable, une fois encore, en fonction de la composition de l'actif). En outre, les propositions du FSOC incluent aussi l'idée d'un solde minimum pour risques, qui représente une partie de la valeur du compte qui serait disponible pour satisfaire les remboursements tardifs.

L'**OICV** prend comme exemple un volant de valeur liquidative de 50 points de base au minimum, destiné à couvrir la différence entre la valeur de marché et le pair. Cependant, une réserve de cette taille n'aurait pas des effets fonctionnellement équivalents aux exigences de fonds propres pour les banques demandées par le **CSF** (novembre 2012). Aux termes du **dispositif de fonds propres de Bâle III**, les banques doivent détenir assez de fonds propres pour remplir deux conditions: une exigence de fonds propres fondée sur le risque et un ratio de levier. Ce dernier nécessite des fonds propres

représentant au moins 3 % des actifs de la banque (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, 2010, paragraphe 153). Ainsi, l'intégration des actifs de l'OPC monétaire dans le bilan de la banque garante implique une exigence de fonds propres de 3 % de la valeur liquidative du fonds. C'est pourquoi, pour être en accord avec la réglementation prudentielle des banques, il faut généralement considérer un volant de fonds propres de 3 % et ce, que les capitaux soient fournis par les banques ou, si c'est autorisé, par le gestionnaire ou par un tiers. Il convient toutefois de noter que le ratio de levier de 3 % proposé par le Comité de Bâle fait l'objet de tests au cours d'une période d'évaluation en parallèle de janvier 2013 à janvier 2017, de sorte qu'il pourra encore être calibré.

### Risques

La solution consistant à imposer des exigences de fonds propres comporte plusieurs risques. Premièrement, elle peut avoir des **répercussions importantes sur les fonds propres** du gestionnaire/de la société promotrice. Si l'on prend le dispositif de Bâle III comme point de référence, au moins 3 % de la valeur liquidative du fonds peut être exigée, comme indiqué ci-dessus. Selon des estimations de membres du CERS, pour certaines banques européennes, fournir un volant de fonds propres de 3 % de tous les actifs des OPC monétaires à valeur liquidative constante gérés par le groupe de banques pourrait coûter jusqu'à ½ point de pourcentage de leurs actions ordinaires (en supposant que le volant de fonds propres soit un actif comptable de la banque promotrice et totalement déduit de ses fonds propres).

De plus, en exigeant un engagement explicite, on risque de **renforcer les liens étroits** qui existent au sein du système financier (notamment avec le système bancaire), surtout si des promoteurs de plus grande importance systémique sont mieux à même de procurer les fonds. On peut toutefois objecter que, loin de renforcer les interconnexions, les exigences de fonds propres ne feraient que rendre plus transparents des liens existant déjà du fait de la relation implicite de soutien. Cela permettrait aux investisseurs dans les banques et dans les OPC monétaires de mieux comprendre les risques qu'ils supportent. Cependant, le secteur européen des OPC monétaires à valeur liquidative constante est déjà très **concentré** (partie III.4). La mise en œuvre d'exigences de fonds propres applicables à ces fonds ou à leurs sociétés promotrices va probablement entraîner une consolidation qui se traduira par une plus forte concentration des risques.

Comme il est probable que les investisseurs participent aux volants/exigences de fonds propres — au moins indirectement par une augmentation des frais/commissions — on pourrait également assister à une **baisse de la demande de la part de ces investisseurs**. En ce qui concerne l'incidence potentielle de cette mesure sur le financement des banques, il convient de rappeler que les OPC monétaires à valeur liquidative constante d'Europe fournissent environ 146 milliards d'EUR aux IFM du continent.

Même si, pour des raisons de stabilité et de transparence, des engagements explicites sont préférables à des engagements implicites, il semble que le passage à une valeur liquidative variable soit une meilleure solution que des exigences explicites de fonds propres. En effet, les volants de fonds propres vont à l'encontre de la caractéristique principale d'un fonds d'investissement, qui est que les investisseurs supportent le risque lié au placement; en outre, ils peuvent aussi contribuer à **atténuer encore plus la distinction entre fonds et banques**.

### IV.3 Recommandation B — Exigences en matière de liquidité

La **Commission** est invitée à s'assurer que la législation pertinente de l'Union:

- 1) **complète les exigences de liquidité actuellement applicables aux OPC monétaires, en imposant à ceux-ci la détention de montants minimums quotidiens et hebdomadaires, clairement définis, d'actifs liquides;**
- 2) **augmente la responsabilité des gestionnaires des OPC en ce qui concerne la surveillance du risque de liquidité;**
- 3) **garantit que les autorités nationales de supervision et les gestionnaires des OPC ont mis en place des instruments efficaces, tels que des suspensions temporaires des rachats, pour faire face aux contraintes de liquidité pendant les périodes de tension, que celles-ci soient dues à des évolutions propres à l'OPC ou à des tendances du marché.**

#### IV.3.1. Justification économique

##### a) Améliorer la solidité des OPC monétaires

La recommandation B suit les recommandations de l'OICV en matière de gestion de la liquidité et notamment la recommandation 7, qui stipule que «les fonds monétaires doivent détenir un montant minimum d'actifs liquides pour renforcer leur capacité à faire face aux remboursements et éviter la vente d'actifs en urgence».

Dans le contexte de l'Union européenne, comme expliqué ci-dessus (partie I.2), le dispositif légal européen de gestion du risque de liquidité est déjà solide. L'article 1 de la directive OPCVM énonce notamment le principe général selon lequel un OPCVM doit racheter ou rembourser ses parts à la demande des porteurs. Les lignes directrices CERMV/AEMF stipulent que les OPC monétaires doivent fournir une liquidité journalière aux investisseurs et gérer leur liquidité en conformité avec ce principe. Les lignes directrices CERMV/AEMF définissent aussi des limites en termes de durée de vie moyenne pondérée et d'échéance moyenne pondérée, qui pèsent sur la gestion de la liquidité et forcent les gestionnaires à détenir des actifs liquides.

Toutefois, et contrairement aux réglementations existantes, surtout aux États-Unis, la réglementation de l'UE ne définit pas de ratios explicites en ce qui concerne le montant minimum d'actifs liquides que les OPC monétaires doivent détenir. Il convient de noter à cet égard que le Parlement européen (2012) a invité la Commission à étudier l'idée de soumettre les OPC monétaires à des règles de liquidité spécifiques en fixant des exigences minimales pour les liquidités à 24 heures, à une semaine et à un mois <sup>(1)</sup>.

Les actifs liquides aident les OPC monétaires à rembourser leurs actionnaires et évitent la vente d'actifs en urgence et à perte, tout en enravant les effets de contagion à d'autres OPC détenant des titres similaires. Par conséquent, il est recommandé d'introduire des montants minimums quotidiens et hebdomadaires, clairement définis, d'actifs liquides dans le dispositif réglementaire de l'UE. Les principaux avantages de cette mesure sont les suivants:

- a) elle montrera l'importance d'actifs liquides pour permettre aux OPC monétaires de **répondre à des demandes de rachats, potentiellement importantes**, de la part des investisseurs et de résister aux périodes de volatilité des marchés, comme le montre l'épisode de l'été 2011, au cours duquel les OPC monétaires américains ont pu faire face à des remboursements élevés <sup>(2)</sup>;
- b) elle fournira une **base harmonisée aux pratiques de liquidité** des OPC monétaires dans toute l'Europe et contribuera à la confiance des investisseurs: le Code de conduite de l'IMMFA, ainsi que les méthodologies des agences de notation, définissent à l'heure actuelle différents seuils et exigences concernant la gestion de la liquidité (**encadré 1** ci-dessous); en revanche, comme nous l'avons indiqué plus tôt, la réglementation des États-Unis fixe des seuils spécifiques pour les actifs à liquidité journalière et hebdomadaire;
- c) elle garantira que les OPC monétaires **conservent, avec le temps, une approche prudente de la gestion de la liquidité**: la liquidité des OPC monétaires a augmenté du fait la crise financière de 2008 et d'une aversion croissante pour le risque, dans le contexte de la crise de la dette souveraine dans l'UE et d'une forte volatilité de marché. Le risque existe que, lorsque les conditions de marché se stabiliseront, les OPC monétaires recommencent à réduire le montant de leurs liquidités en portefeuille et recherchent des instruments d'échéance plus longue et de rendement plus élevé, ce qui pourrait compromettre leur position de liquidité;
- d) il faut considérer l'introduction de ratios explicites comme entrant dans le cadre d'une gestion prudente du risque de liquidité (telle que définie, par exemple, dans l'article 51 de la directive OPCVM), la société de gestion restant entièrement responsable de la gestion de sa liquidité.

#### Encadré 1

##### Différentes approches des volants de liquidité

**IMMFA.** Un fonds IMMFA doit conserver au moins 10 % de ses actifs nets en instruments arrivant à échéance le jour ouvrable suivant et au moins 20 % en instruments arrivant à échéance dans les cinq jours ouvrables. Dans ce contexte, les membres peuvent déterminer le traitement de toute dette souveraine en prenant en compte la liquidité de chaque placement, plutôt que son échéance finale.

**Fitch.** La liquidité journalière se définit comme: les disponibilités détenues par un dépositaire noté au moins «A» et/ou «F1» ou notation équivalente; les pensions au jour le jour; les parts d'OPC monétaires notés «AAAmmf» par Fitch ou notation équivalente; les titres arrivant à échéance dans un délai d'un jour ouvrable ou les titres offrant à leur détenteur une possibilité de remboursement par un fournisseur doté d'une notation appropriée dans un délai d'un jour ouvrable; et les obligations directes émises par des souverains à notation très élevée bénéficiant d'une forte liquidité du marché, à condition que ces obligations soient émises dans la monnaie de base du portefeuille et qu'elles soient assorties d'une échéance résiduelle de 397 jours maximum. La liquidité hebdomadaire se définit comme: tous les éléments ci-dessus; les titres arrivant à échéance dans un délai de cinq jours ouvrables ou les titres offrant à leur détenteur une possibilité de remboursement par un fournisseur doté d'une notation appropriée dans un délai de cinq jours ouvrables; et les titres émis par des agences supranationales ou publiques à notation très élevée bénéficiant d'une forte liquidité du marché et assorties d'une échéance résiduelle de 95 jours maximum.

**Moody's.** L'évaluation de la liquidité par Moody's inclut aussi bien la structure par échéances et la qualité des actifs que l'exposition au risque de rachats importants et imprévus. Moody's évalue dans quelle mesure un fonds est investi en titres liquides, notamment titres d'État notés Aaa et leurs échéances, et autres actifs liquides comme les titres ayant une échéance de moins de sept jours.

**SEC.** Les OPC monétaires des États-Unis doivent détenir au moins 10 % de leurs actifs en disponibilités au jour le jour et 30 % en actifs arrivant à échéance dans un délai d'une semaine. La liquidité journalière se définit comme: disponibilités; titres du Trésor américains; et titres convertibles en disponibilités dans un délai d'un jour ouvrable. La

<sup>(1)</sup> Le Parlement européen (2012) a aussi invité la Commission à facturer des frais de liquidité selon un mécanisme de déclenchement comportant aussi une obligation de notification directe auprès de l'autorité de surveillance compétente et de l'AEMF.

<sup>(2)</sup> Selon le FSOC (2012), les principaux OPC monétaires institutionnels ont connu des sorties nettes de fonds de 179 milliards USD (16 % de leurs actifs) au cours des huit semaines finissant le 3 août 2011.

liquidité hebdomadaire est constituée de: disponibilités; titres du Trésor américains; bons à prime de remboursement d'agences d'échéance résiduelle de soixante jours au maximum; et titres convertibles en disponibilités (du fait de leur échéance ou grâce à une option de vente) dans un délai de cinq jours ouvrables.

Note: Le présent encadré ne contient que des extraits. Pour plus de détails, veuillez-vous reporter à la réglementation et aux méthodologies applicables.

Il convient de prendre en compte les éléments suivants pour définir le montant et la composition du volant d'actifs liquides:

- a) Il existe une **relation** entre le montant du volant à imposer et le type d'actifs pouvant être considérés comme éligibles, comme le montrent les différentes méthodologies actuellement employées en Europe et les différents chiffres déclarés par les OPC monétaires comme actifs liquides. En effet, plus l'exigence est élevée, plus il est difficile de la satisfaire avec des actifs de qualité.
- b) Il convient de définir aussi bien les **actifs à liquidité journalière que ceux à liquidité hebdomadaire**. Les actifs à liquidité journalière sont importants car les demandes de rachats peuvent surgir très rapidement<sup>(1)</sup>. Les actifs à liquidité hebdomadaire renforcent la solidité du fonds et sa capacité à faire face à d'importants remboursements, tout en élargissant la gamme des actifs éligibles.
- c) Pour réduire la dépendance du fonds de la liquidité du marché secondaire, la définition des actifs liquides (à l'exception des disponibilités) devrait s'attacher essentiellement à l'**échéance résiduelle**. Par conséquent, les instruments définis comme actifs à liquidité journalière devraient avoir une échéance résiduelle de un jour ouvrable et ceux à liquidité hebdomadaire de cinq jours ouvrables. Le mérite de cette approche reposant sur l'échéance résiduelle est qu'elle permet d'éviter de formuler des hypothèses sur la liquidité de marché de certains instruments, puisque des actifs liquides peuvent devenir illiquides en cas de tension sur les marchés. Cette définition diffère de celle des États-Unis, qui inclut titres du Trésor et d'agences et reflète les spécificités du marché américain et la taille du marché de la dette d'État de ce pays.
- d) Lors de la définition du volant, il convient de considérer les risques associés aux **échéances possibles des actifs**. Celles-ci peuvent reposer sur divers paramètres, notamment les techniques relatives à l'exposition au risque de contrepartie comme l'option de vente (par exemple: obligations assorties d'une option de vente), l'annulation (par exemple: options annulables), l'option de rachat (par exemple: prises en pension à remboursement anticipé). Ces caractéristiques peuvent créer des effets de contagion et affaiblir la position de liquidité globale des fonds, surtout en cas de tension sur les marchés.
- e) Il faut aussi tenir compte d'**autres interconnexions**, notamment avec le secteur bancaire, qui risquent d'influencer la disponibilité des actifs éligibles comme volants de liquidité.

#### b) Renforcer la gestion du risque de liquidité

Les seuils à définir devraient être considérés comme des minimums. Par conséquent, les gestionnaires devraient ajuster leurs portefeuilles d'actifs liquides en fonction de leur profil et de leur base d'investisseurs (types d'investisseurs, modèle de remboursement, concentration de la base d'investisseurs, etc.) et des conditions de marché.

Dans le cadre d'une approche solide de la gestion de la liquidité respectant des «meilleures pratiques», les gestionnaires devraient mettre au point des exercices réguliers de simulation de crise reposant sur divers scénarios négatifs (dus aussi bien à des évolutions propres à l'OPC qu'à des tendances du marché) ayant un effet sur leur profil de liquidité, conformément à la recommandation 8 de l'OICV. Les OPC monétaires devraient aussi disposer de plans d'urgence pour faire face aux périodes de tension.

Comme l'indique la recommandation 6 de l'OICV, les détenteurs de parts du fonds représentent un facteur important à prendre en compte. Il est d'autant plus important dans le contexte de l'UE, où les investisseurs institutionnels, les plus susceptibles de désengagements massifs, représentent la majeure partie de la base d'investisseurs. Comme nous l'avons vu précédemment (partie III.3), l'enquête du CERS montre qu'il existe une relative incertitude en ce qui concerne la base d'investisseurs des fonds. Quelques sources semblent également indiquer un rôle croissant des plateformes de distribution de fonds en Europe, ce qui rend encore plus difficile, pour les gestionnaires, de «connaître leurs détenteurs de parts». Il convient d'évaluer les implications de cette tendance. En outre, les OPC monétaires pourraient être tenus d'obtenir des informations concernant les propriétaires effectifs des parts, comme suggéré dans les propositions de recommandations du FSO pour les OPC monétaires américains<sup>(2)</sup>.

<sup>(1)</sup> Dans le cas du *Reserve Primary Fund*, les investisseurs ont demandé le remboursement d'environ 40 milliards USD en deux jours et un total de 15 % des actifs des principaux OPC monétaires a été retiré en une semaine.

<sup>(2)</sup> Les propositions de recommandations, publiées en novembre 2012, examinent la mise en œuvre d'exigences supplémentaires de connaissance des investisseurs dites «*know-your-investor*».

### c) Gestion de la liquidité pendant les périodes de tension

Même si les gestionnaires de fonds ont une approche prudente de la gestion du risque de liquidité, il peut arriver que les OPC monétaires doivent faire face à des tensions extrêmes sur le marché et/ou des demandes de remboursement importantes résultant aussi bien d'évolutions propres à l'OPC que de tendances du marché. C'est pourquoi la recommandation 9 de l'OICV stipule que «*les fonds monétaires doivent disposer d'outils permettant de faire face à des conditions de marché exceptionnelles et à d'importantes demandes de rachat*». Ces outils peuvent atténuer les demandes de rachat et donc empêcher des désengagements massifs ou tout autre comportement grégaire des investisseurs d'un fonds ou d'un groupe de fonds. L'OICV note également que, «*pour éviter des effets de contagion, les juridictions peuvent aussi envisager de donner à leurs autorités de réglementation le pouvoir d'exiger le recours à ces outils lorsque les conditions exceptionnelles auxquelles font face un ou plusieurs fonds risquent d'avoir des répercussions sur le système financier tout entier*».

Dans le dispositif réglementaire de l'UE, la directive OPCVM et la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (FIA) contiennent des clauses concernant la suspension temporaire.

- Aux termes de l'article 45, paragraphe 2, de la **directive OPCVM**, les États membres peuvent permettre aux autorités compétentes d'imposer ou d'autoriser la suspension temporaire de la souscription, du rachat ou du remboursement des parts, à condition qu'une telle suspension soit justifiée par le souci de protéger les porteurs de parts ou le public. Selon l'article 84, paragraphe 2, un fonds peut suspendre temporairement le rachat ou le remboursement de ses parts dans des cas exceptionnels où les circonstances l'exigent et où la suspension est justifiée compte tenu des intérêts des porteurs de parts.
- L'article 46, paragraphe 2, de la **directive sur les gestionnaires de FIA** stipule que les autorités compétentes disposent des pouvoirs suivants: «*exiger, dans l'intérêt des porteurs de parts ou dans l'intérêt du public, la suspension de l'émission, du rachat ou du remboursement des parts*». Toutefois la directive ne prévoit pas de disposition particulière au niveau du fonds. L'article 23, paragraphe 1, alinéa h, exige en outre «*une description de la gestion du risque de liquidité du FIA, en ce compris les droits au remboursement dans des circonstances à la fois normales et exceptionnelles*».

Ce dispositif est différent de la réglementation existante aux États-Unis, où le fonds doit être liquidé après une suspension<sup>(1)</sup>. La suspension temporaire est sans doute la réaction la plus appropriée dans le contexte de circonstances exceptionnelles où les fonds doivent faire face à de fortes demandes de rachat. Le dispositif de l'UE devrait donc être amendé de façon à étendre la possibilité de suspendre temporairement les rachats (prévue par la directive OPCVM) à tous les fonds (OPCVM et non-OPCVM)<sup>(2)</sup>. Comme le permet déjà la réglementation de l'UE aussi bien pour les OPCVM que pour les autres fonds, la suspension temporaire de rachat peut aussi être demandée par les autorités compétentes dans l'intérêt des détenteurs de parts ou du public, conformément aux recommandations de l'OICV.

Outre les suspensions temporaires, on pourrait envisager l'introduction d'autres outils extraordinaires de gestion de la liquidité. Les conditions et circonstances de l'utilisation de ces outils devront être clairement définies et leurs avantages pour la stabilité financière évalués. On pourrait notamment, comme proposé dans les recommandations de l'OICV, poursuivre l'évaluation de l'intérêt des «*gates*» (système par lequel les fonds limitent les montants remboursés chaque jour à une proportion précise).

Comme l'indiquent les recommandations de l'OICV, les fonds doivent informer les investisseurs sur les procédures applicables en cas de crise. Ils doivent notamment s'assurer que les investisseurs sont conscients des circonstances dans lesquelles ces procédures (suspension, par exemple) peuvent être mises en place. Il convient toutefois de ne pas dévoiler les détails et les conditions de leur mise en œuvre, afin d'éviter que les investisseurs, pour tirer parti de l'avantage au premier sortant, ne déclenchent des désengagements massifs à titre préventif. La publication des procédures applicables en période de tension fait l'objet de la recommandation C, paragraphe 3, que nous examinons plus loin.

#### IV.3.2. Évaluation

En ce qui concerne l'introduction d'exigences spécifiques en termes d'actifs liquides, la consultation menée par l'OICV au printemps 2012 a révélé que les personnes interrogées étaient, dans l'ensemble, favorables à des volants de liquidités pour les OPC monétaires. Elles ont notamment souligné les avantages des nouvelles dispositions de la règle 2a-7 aux États-Unis pour renforcer la solidité des fonds. Dans le contexte de l'UE, les personnes interrogées ont noté l'absence de dispositif harmonisé pour la gestion de la liquidité en Europe, contrairement aux États-Unis, et généralement soutenu l'idée d'une réforme de la part des autorités de réglementation.

Pour pouvoir évaluer l'incidence potentielle de l'introduction de nouvelles exigences quantitatives dans la gestion de la liquidité, il convient de considérer la composition actuelle des portefeuilles des fonds, car des volants de liquidité risquent d'accentuer le penchant pour les financements courts et nécessiter des gestionnaires qu'ils modifient l'allocation de leurs actifs. L'enquête du CERS montre que les OPC monétaires de l'UE ont déjà une part importante de leurs portefeuilles investis en actifs d'échéance un jour ou une semaine (partie III.2, tableau 6 et graphique 6). La proportion d'actifs liquides

<sup>(1)</sup> Aux termes de la nouvelle règle 22e-3 de la SEC, adoptée en 2010, le Conseil d'administration d'un OPC monétaire est autorisé, après en avoir informé la SEC, à suspendre les remboursements et liquider le fonds si sa valeur liquidative est passée, ou menace de passer, au-dessous du pair.

<sup>(2)</sup> Commission européenne (2012), partie 5, qui traite des outils extraordinaires de gestion de la liquidité.

est plus élevée pour les fonds VLC (respectivement 26 % et 11 % en juin 2012), qui détiennent également un pourcentage assez fort de leurs actifs en disponibilités (près de 7 % en juin 2012). Les OPC monétaires européens non VLC détiennent aussi, à l'heure actuelle, une part importante de leurs portefeuilles en actifs à liquidité journalière ou hebdomadaire (environ 17 % et 5 % pour les fonds VLV à court terme, contre 12 % et 3 % pour les autres fonds VLV).

Les données du CERS présentent certes des limites, puisque l'enquête ne couvre pas tous les OPC monétaires et que les chiffres fournis sont des chiffres agrégés, qui masquent peut-être des différences entre les fonds. De plus, l'enquête décrit une situation à un moment où l'aversion pour le risque était élevée. Cependant, ses résultats sont en accord avec d'autres observations formulées par des autorités de contrôle et des agences de notation, ainsi qu'avec les commentaires des gestionnaires d'actifs au sujet de leur gestion de la liquidité.

#### IV.4. Recommandation C — Publication

La **Commission** est invitée à s'assurer que la législation pertinente de l'Union:

- 1) **exige des OPC monétaires qu'ils publient des informations spécifiques, y compris dans leurs documents commerciaux, qui attirent l'attention des investisseurs sur l'absence de garantie du capital et sur la possibilité d'une perte en capital;**
- 2) **exige des OPC monétaires qu'ils ne fassent référence, dans leurs publications, à un soutien possible de la société promotrice ou au fait qu'un soutien ou une protection peut être accordé, que s'il s'agit d'un engagement ferme de la part de la société promotrice, ce qui doit alors apparaître dans les exigences comptables et prudentielles de cette société;**
- 3) **exige des OPC monétaires qu'ils publient leurs méthodes d'évaluation, en particulier à propos du recours à la méthode de comptabilisation au coût amorti, et qu'ils fournissent aux investisseurs des informations appropriées à propos des procédures de rachat applicables en période de tension.**

##### IV.4.1. Justification économique

Les OPC monétaires sont généralement considérés comme des placements «sûrs» présentant un risque très faible. Ce sentiment peut contribuer au risque de désengagements massifs des investisseurs si le fonds déçoit ces attentes. La publication d'informations supplémentaires est destinée à garantir que les investisseurs sont bien conscients de la caractéristique de produit de placement de ces fonds et, donc, à réduire le risque. Cette exigence de communication est totalement conforme aux recommandations 13 et 14 de l'OICV, même si elle va un peu plus loin en demandant que toute référence, dans les publications du fonds, au soutien de la société promotrice, ou à la capacité d'apporter un tel soutien, ne soit autorisée que si elle suppose un engagement ferme de la part de la société promotrice.

Comme expliqué dans la partie II.2, le fait de supposer qu'il existe un soutien implicite et discrétionnaire de la société promotrice contribue à l'instabilité du système. C'est pourquoi les portefeuilles du fonds et sa politique de remboursement doivent être organisés de telle façon que personne ne s'attende à un soutien de la société promotrice. Dans le cas contraire, l'intention de s'en remettre au soutien de la société promotrice doit être explicite, complètement internalisée par la société promotrice et soumise à des exigences de fonds propres réglementaires, comme souligné dans la discussion de la recommandation A.

La documentation relative au produit doit expliquer aux investisseurs les procédures existantes concernant la valorisation des instruments, notamment l'utilisation de la méthode de comptabilisation au coût amorti, les hypothèses qui sous-tendent cette méthode de comptabilisation et les risques associés. En outre, les investisseurs doivent être bien conscients des procédures utilisables en cas de tensions importantes sur le marché ou de fortes demandes de rachat, qui peuvent avoir un effet sur les possibilités de rachat (recommandation B, paragraphe 3). Ces informations sur les caractéristiques du produit devraient permettre aux investisseurs de prendre leurs décisions de placement en toute connaissance de cause et d'éviter la sélection adverse.

##### IV.4.2. Évaluation

Une information appropriée sur les caractéristiques des OPC monétaires devrait réduire le risque sélection adverse et de désengagements massifs des investisseurs, et donc réduire le risque systémique; c'est également une condition essentielle du point de vue de la protection des investisseurs pour leur permettre de prendre leurs décisions en toute connaissance de cause. Sur une base agrégée, les OPC monétaires européens sont surtout utilisés par les investisseurs institutionnels. Or, ce type d'investisseurs est, selon toute vraisemblance, déjà au courant des risques liés aux OPC monétaires. Les investisseurs de détail, qui constituent la base d'investisseurs la plus importante dans quelques États membres, sont probablement moins au fait de ces risques; ils seraient donc les premiers bénéficiaires d'une publication accrue. Une information adéquate les aiderait notamment à comprendre que les OPC monétaires ne sont pas exempts de risque. Mieux informés, certains investisseurs pourraient préférer un autre instrument de gestion de leurs fonds. Pour les investisseurs de détail, cet autre instrument sera sans doute un dépôt bancaire traditionnel plutôt qu'un placement dans une autre entité du système bancaire parallèle. Enfin, exiger que les publications ne fassent référence à un soutien de la société promotrice que s'il s'agit d'un engagement ferme permettra d'accroître la transparence sur les interconnexions au sein du système financier et de réduire le risque systémique lié à la dépendance d'un soutien implicite et discrétionnaire de la société promotrice.

Certaines des informations exigées par la présente recommandation sont déjà couvertes par la législation de l'UE (directive OPCVM ou lignes directrices CERMV/AEMF de 2010, par exemple), mais d'autres devront sans doute être révisées, ce qui entraînerait une augmentation des coûts supplémentaires d'adaptation pour les OPC monétaires. Les autorités prudentielles nationales ne devraient pas encourir de frais élevés.

#### IV.5. Recommandation D — Production de rapports et partage d'informations

1. **La Commission est invitée à s'assurer que la législation pertinente de l'Union:**
  - a) **exige de l'OPC monétaire ou de son gestionnaire, ainsi que de la société promotrice, qu'ils informent l'autorité nationale de supervision compétente de tous les cas de soutien, par une société promotrice, susceptibles d'avoir une incidence sur le cours de l'OPC monétaire, en y joignant une description complète de la nature et de l'importance de ce soutien;**
  - b) **améliore la production, par les OPC monétaires, de rapports réguliers;**
  - c) **garantit que les autorités nationales de supervision compétentes, le cas échéant, partagent les informations visées aux points a) et b) avec les autres autorités nationales de supervision, situées dans le même État membre ou dans d'autres États membres, les autorités européennes de supervision, les membres du Système européen de banques centrales et le CERS.**
2. **La Commission est invitée à promouvoir la production de rapports harmonisés et d'un ensemble harmonisé de données, ainsi que mentionné au point 1 b), ainsi que l'organisation du partage d'informations mentionné au point 1 c).**

##### IV.5.1. Justification économique

Même si les OPC monétaires VLV ne sont pas tenus de maintenir leur valeur liquidative au pair et si la pression pour obtenir un soutien de la société promotrice n'est pas la même que pour les fonds VLC, ils ont sans doute aussi rencontré des contraintes de liquidité et ont fait face à l'illiquidité du marché durant la crise; en conséquence, ils ont pu aussi dépendre du soutien de leur gestionnaire ou de la société-mère. Toutefois, il n'existe pas d'informations concrètes sur les cas où cela s'est produit en Europe, que ce soit pour des fonds VLC ou VLV, d'autant plus que ce soutien peut prendre de nombreuses formes et, donc, n'apparaît pas nécessairement de façon claire dans le bilan et le compte de résultat de l'entité qui le fournit. L'enquête du CERS comprenait une question relative au soutien de la société promotrice, mais les fonds n'ont répondu que de façon générique, en indiquant, par exemple, «négoce» ou «pas de mesure». Globalement, l'exigence de recours à la valeur liquidative variable et l'exigence de ne pas dépendre d'un soutien implicite n'excluent pas ce soutien pour le futur, en cas de conditions de marché extrêmes.

Pour permettre aux autorités de suivre les risques associés à ce soutien, tous les cas futurs de soutien direct ou indirect par la société promotrice, indépendamment de leur forme (y compris les achats de titres de portefeuilles en difficulté), devront être déclarés par l'OPC monétaire ou son gestionnaire à l'autorité compétente nationale. Comme ce soutien risque d'accroître les interconnexions au sein du système financier et, donc, de contribuer aux risques systémiques, les informations doivent aussi être partagées avec les autres autorités compétentes (nationales, étrangères ou européennes).

L'expérience faite avec les statistiques existantes sur les OPC monétaires et l'exercice de collecte de données ad hoc montre clairement que les statistiques régulières sur le secteur européen des OPC monétaires pourraient être améliorées. L'OPC monétaire est une entité très importante pour un bon fonctionnement des marchés monétaires européens. C'est pourquoi autorités nationales et européennes devraient avoir accès à des données détaillées sur ces fonds afin d'en repérer les tendances assez tôt. Dans les cas où la banque centrale collecte déjà des informations sur les OPC monétaires, il faudrait considérer le partage de ces informations avec les autorités nationales de supervision à des fins prudentielles.

Les rapports réguliers devraient inclure au moins une ventilation suffisamment détaillée des actifs et passifs du fonds, afin de permettre aux autorités de surveiller sa position de liquidité, ainsi que la nature et la qualité de ses actifs sous-jacents. De plus, si la méthode de comptabilisation au coût amorti est encore en vigueur, les autorités de réglementation doivent avoir accès à des informations régulières pour savoir dans quelle mesure et dans quels cas elle est utilisée. Si le modèle VLC continue d'être employé, les rapports réguliers doivent aussi inclure des informations détaillées sur le fond, ainsi que sur sa valeur virtuelle.

Des informations plus détaillées permettraient aux autorités de mieux comprendre l'évolution du secteur des OPC monétaires et d'en identifier les sources de risques. D'un point de vue macroéconomique, ces informations plus détaillées devraient être disponibles au niveau du secteur agrégé et au niveau de chaque fonds.

##### IV.5.2. Évaluation

Un suivi étroit de la ventilation des actifs et des investisseurs des OPC monétaires, de leur position de liquidité, de leurs pratiques de valorisation et de leur dépendance du soutien de la société promotrice est nécessaire pour identifier l'accumulation de risques et les liens des OPC monétaires avec les autres composantes du système financier. C'est un donc un préalable indispensable à la prise de toute mesure préventive pour traiter les éventuels risques systémiques. L'exigence de déclaration régulière du cours virtuel rendra les gestionnaires d'OPC monétaires plus conscients du fait que les autorités de nationales de supervision suivent la question; cela devrait introduire plus de discipline en ce qui concerne les déviations possibles de ce prix virtuel par rapport à la valeur liquidative et la dépendance du soutien de la société promotrice.

Les inconvénients d'un accroissement de la production de rapports sont les coûts associés aux processus qui doivent être mis en place au sein des sociétés de gestion et des autorités prudentielles. Par conséquent, tous les travaux visant à accroître la production de rapports par les OPC monétaires doivent prendre en compte les rapports déjà fournis par

chaque fonds et admettre le principe de proportionnalité, qui réduira les coûts associés. Ainsi, les statistiques collectées par la BCE sur le bilan des IFM (dont font partie les OPC monétaires) contiennent déjà des informations détaillées sur l'actif et le passif des OPC monétaires (règlement BCE/2008/32). Toutefois, ces déclarations ayant été conçues dans l'optique de la politique monétaire, elles risquent de ne pas couvrir complètement les données nécessaires à des fins de stabilité financière.

#### IV.6. Suivi

##### IV.6.1. Calendrier

La Commission est invitée à communiquer au CERS et au Conseil de l'Union européenne les mesures prises en réaction aux recommandations ou à fournir une justification adéquate en cas d'inaction, conformément au calendrier figurant ci-dessous.

- La Commission doit fournir au CERS, **au plus tard le 30 juin 2013**, un rapport intermédiaire comprenant une première évaluation des résultats de la première étape de la mise en œuvre des présentes recommandations.
- La Commission doit fournir au CERS et au Conseil, **au plus tard le 30 juin 2014**, un rapport final sur la deuxième étape de la mise en œuvre des présentes recommandations.

##### IV.6.2. Critères de conformité

Les critères de conformité suivants sont définis pour les **recommandations A à D**:

- Les recommandations visent une mise en œuvre appropriée et cohérente, en Europe, des recommandations correspondantes de l'OICV sur les OPC monétaires.
- La Commission peut solliciter l'avis des autorités européennes de supervision (AES) pertinentes — et en particulier l'AEMF — en ce qui concerne la mise en œuvre des recommandations du CERS et, afin d'en assurer une application harmonisée, elle peut leur demander d'élaborer les normes techniques, lignes directrices et recommandations nécessaires (notamment des modèles de production de rapports et de publication, en tenant dûment compte des exigences existant déjà dans ce domaine).
- Les recommandations du CERS ciblent les organismes de placement collectif (OPC) établis dans l'UE qui sont offerts/vendus aux investisseurs comme instruments cherchant à préserver le capital du fonds, fournir une liquidité journalière et viser un rendement conforme aux taux d'intérêt du marché monétaire. Elles concernent tout particulièrement les fonds considérés ou commercialisés comme OPC monétaires ou comme présentant les caractéristiques d'un OPC monétaire (préservation de la valeur du capital, remboursements journaliers et taux du marché monétaire) ou encore les fonds vendus de telle sorte qu'ils en donnent l'impression (par exemple, fonds commercialisés comme fonds de trésorerie, fonds liquides, fonds de liquidité ou fonds d'échéance courte).

Pour la **recommandation A**, les critères de conformité suivants sont définis:

- Il faut exiger des OPC monétaires qu'ils n'utilisent que le modèle VLV. Il convient notamment d'interdire l'arrondissement du cours de la part à l'unité la plus proche. Des dispositions transitoires avant le passage obligatoire à une valeur liquidative variable seront indispensables. C'est pourquoi il est recommandé de mettre en place, pour les OPC monétaires existants, une période transitoire assez longue pendant laquelle le modèle VLC peut être conservé pour permettre les ajustements nécessaires. Cette période transitoire pourrait être de deux ans au moins après la publication définitive des règles applicables. En outre, l'OPC monétaire devrait dûment annoncer le passage à une valeur liquidative variable, bien avant sa mise en œuvre, en expliquant les effets de ce changement.
- La recommandation A ne signifie pas l'interdiction totale de la méthode de comptabilisation au coût amorti. Toutefois, cette méthode ne devrait être utilisée que lorsqu'elle est considérée permettre une approximation correcte du cours de l'instrument.
- Si la méthode de comptabilisation au coût amorti continue d'être utilisée, il convient d'imposer des restrictions en matière d'échéance résiduelle de l'instrument, afin de réduire le risque de divergence entre son cours et son coût amorti; la structure par échéances des actifs des OPC monétaires établis dans l'UE devra être soigneusement étudiée pour déterminer ces restrictions.

Pour la **recommandation B**, les critères de conformité suivants sont définis:

- Pour déterminer le montant et la composition du volant minimum d'actifs liquides, les éléments suivants doivent être pris en compte:
  - a) il existe une relation entre le montant du volant à imposer et le type d'actifs éligibles;
  - b) il convient de définir les montants minimums aussi bien d'actifs à liquidité journalière que d'actifs à liquidité hebdomadaire;
  - c) pour réduire la dépendance du fonds de la liquidité du marché secondaire, la définition des actifs liquides (à l'exception des disponibilités) devrait s'attacher essentiellement à l'échéance résiduelle. Par conséquent, les instruments définis comme actifs à liquidité journalière devraient avoir une échéance résiduelle de un jour ouvrable et ceux à liquidité hebdomadaire, de cinq jours ouvrables;

- d) lors de la définition du volant, il convient de considérer les risques associés aux échéances possibles des actifs. Celles-ci peuvent reposer sur divers paramètres, notamment les techniques relatives à l'exposition au risque de contrepartie comme l'option de vente (par exemple: obligations assorties d'une option de vente), l'annulation (par exemple: options annulables), l'option de rachat (par exemple: prises en pension à remboursement anticipé);
- e) il faut aussi tenir compte d'autres interconnexions, notamment avec le secteur bancaire, qui risquent d'influencer la disponibilité des actifs éligibles comme volants de liquidité.
- Les OPC monétaires devraient ajuster leurs volants minimums d'actifs liquides en fonction de leur profil et de leur base d'investisseurs
  - Les OPC monétaires devraient mener des exercices réguliers de simulation de crise reposant sur divers scénarios négatifs (dus aussi bien à des évolutions propres à l'OPC qu'à des tendances du marché) ayant un effet sur leur profil de liquidité.
  - Les OPC monétaires devraient disposer de plans d'urgence pour faire face aux périodes de tension.
  - Les OPC monétaires doivent disposer d'outils permettant de faire face à des demandes exceptionnelles de rachat de la part des investisseurs.

Pour la **recommandation C**, les critères de conformité suivants sont définis:

- La documentation produit des OPC monétaires doit attirer l'attention des investisseurs sur l'absence de garantie du capital, sa limitation ou la possibilité d'une perte en capital.
- La documentation relative au produit doit aussi expliquer aux investisseurs les procédures existantes concernant la valorisation des instruments, notamment l'utilisation de la méthode de comptabilisation au coût amorti, les hypothèses qui sous-tendent cette méthode de valorisation et les risques associés.
- Toute référence, dans les publications des OPC monétaires, à un soutien possible de la société promotrice ou à la capacité de la société promotrice d'accorder un soutien n'est autorisée que s'il s'agit d'un engagement ferme de la part de la société promotrice, ce qui doit alors apparaître dans les exigences comptables et prudentielles de cette société.
- Les investisseurs doivent être bien conscients des procédures utilisables en cas de tensions importantes sur le marché ou de fortes demandes de rachat, qui peuvent avoir un impact sur les possibilités de rachat

Pour la **recommandation D**, les critères de conformité suivants sont définis:

- L'OPC monétaire (ou son gestionnaire) et la société promotrice doivent informer l'autorité nationale compétente de tous les cas de soutien, par la société promotrice, susceptibles d'influer sur le cours de l'OPC monétaire, en y joignant une description de la nature et de l'importance de ce soutien.
- Les rapports réguliers des OPC monétaires aux autorités de supervision ou aux banques centrales devraient inclure au moins une ventilation suffisamment détaillée des actifs et passifs du fonds, afin de permettre aux autorités de surveiller sa position de liquidité, ainsi que la nature et la qualité de ses actifs sous-jacents.
- Si l'OPC monétaire continue d'utiliser le modèle VLC, les rapports réguliers doivent aussi inclure des informations détaillées sur la VLC du fonds, ainsi que sa valeur virtuelle.
- Si la méthode de comptabilisation au coût amorti est encore utilisée, les autorités de réglementation doivent avoir accès à des informations régulières pour savoir dans quelle mesure et dans quels cas elle est employée.
- Il convient de prendre des mesures pour promouvoir la production de rapports harmonisés et d'un ensemble harmonisé de données, comme mentionné ci-dessus, qui pourront être également utilisés à des fins macroprudentielles; ces mesures doivent tenir compte des exigences de production de rapport déjà applicables aux OPC monétaires, comme la déclaration du bilan des institutions financières monétaires (BCE/2008/32).
- Il faut s'assurer qu'il n'existe pas d'obstacle au partage des informations susmentionnées entre autorités prudentielles et banques centrales, que ce soit au niveau national, transfrontière ou européen.

#### IV.6.3. Communication du suivi

Le **rapport intermédiaire à communiquer au plus tard le 30 juin 2013** doit contenir au minimum:

- a) des informations sur les initiatives législatives lancées et prévues par la Commission en réaction aux présentes recommandations;
- b) des informations sur les mesures prises par la Commission vis-à-vis des autorités européennes de supervision en réaction aux présentes recommandations;
- c) un calendrier indicatif de la mise en œuvre des mesures déjà proposées ou prévues par la Commission en réaction aux présentes recommandations;

- d) une évaluation de l'effet cumulé des mesures déjà proposées ou prévues par la Commission en réaction aux présentes recommandations;
- e) une justification détaillée en cas d'inaction ou d'écart par rapport aux présentes recommandations.

Le **rapport final à communiquer au plus tard le 30 juin 2014** doit contenir au minimum:

- a) des informations sur l'état d'avancement du processus législatif après les initiatives législatives lancées par la Commission en réaction aux présentes recommandations;
  - b) des informations sur l'état d'avancement des mesures prises par la Commission vis-à-vis des autorités européennes de supervision en réaction aux présentes recommandations;
  - c) un calendrier indicatif de la mise en œuvre des mesures proposées par la Commission en réaction aux présentes recommandations;
  - d) une évaluation de l'effet cumulé des mesures proposées par la Commission en réaction aux présentes recommandations;
  - e) une justification détaillée en cas d'inaction ou d'écart par rapport aux présentes recommandations.
-

## BIBLIOGRAPHIE

- Ansidei, J., E. Bengtsson, D. Frison et G. Ward (2012), «Money market funds in Europe and financial stability», CERS, *Études concernant des sujets spécifiques*, n° 1, juin 2012.
- Autorité européenne des marchés financiers (2012), «Questions and answers — a common definition of European money market funds», 20 février 2012.
- Autorité européenne des marchés financiers (2012), «Guidelines on ETFs and other UCITS issues — consultation on recallability of repo and reverse repo arrangements», 25 juillet 2012.
- Baba, N., R. N. McCauley et S. Ramaswamy (2009), «Fonds de placement monétaires en dollars et secteur bancaire hors États-Unis», *Rapport trimestriel BRI*, mars 2009, pp. 65-81.
- Banque centrale européenne (2008), «Règlement (CE) N°25/2009 de la Banque centrale européenne du 19 décembre 2008 concernant le bilan du secteur des institutions financières monétaires (BCE/2008/32)», JO L 15, 20.1.2009, p. 14.
- Brady, S. A. (2012), «The stability of prime money market mutual funds: sponsor support from 2007 to 2011», Banque de Réserve fédérale de Boston, *Working paper RPA 12-3*, 13 août 2012.
- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2010), «Bâle III: dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires», décembre 2010 (document révisé juin 2011).
- Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (2010), «CESR's guidelines on a common definition of European money market funds», 19 mai 2010.
- Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (2007), «CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS», mars 2007.
- Commission européenne (2012), «Livre vert sur le système bancaire parallèle», 19 mars 2012.
- Commission européenne (2012), «Undertakings in Collective Investments in Transferable Securities (UCITS) — product rules, liquidity management, depository, money market funds, long-term investments», document consultatif, 26 juillet 2012.
- Conseil de stabilité financière (2012), «Strengthening oversight and regulation of shadow banking — an integrated overview of policy recommendations», document consultatif, 18 novembre 2012.
- Conseil de stabilité financière (2011), «Shadow banking: scoping the issues», 12 avril 2011.
- Duygan-Bump, B., P. Parkinson, E. Rosengren, G. A. Suarez et P. Willen, «How effective were the Federal Reserve emergency liquidity facilities? Evidence from the asset-backed commercial paper money market mutual fund liquidity facility», *Journal of Finance*, à paraître.
- Conseil de surveillance de la stabilité financière (FSOC) (2012), «Proposed recommendations regarding money market mutual fund reform», novembre 2012.
- FitchRatings (2012), «European money market funds: trends in MMF portfolios», novembre 2012.
- Gordon, J.N. et C.M. Gandia (2012), «Money market funds run risk: will floating net asset value fix the problem?», *Columbia Law and Economics Working Paper*, n° 426, 23 septembre 2012.
- Gorton, G. et A. Metrick (2010), «Regulating the shadow banking system», *Brookings Papers on Economic Activity*, automne 2010.
- Groupe de travail du Président sur les marchés financiers (2010), «Money market fund reform options», octobre 2010.
- Institutional Money Market Funds Association (2012), «Code of practice».
- Institutional Money Market Funds Association (2012), «A comparison of money market fund ratings», 19 juin 2012.
- Kacperczyk, M. et P. Schnabl (2012), «How safe are money market funds?», projet, avril 2012.
- McCabe, P.E. (2010), «The cross section of money market fund risks and financial crises», *Working Paper 2010-51, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series*, septembre 2010.
- McCabe, P.E., M. Cipriani, M. Holscher et A. Martin (2012), «The minimum balance at risk: a proposal to mitigate the systemic risks posed by money market funds», *Working Paper 2012-47, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series*, juillet 2012.
- Moody's (2010), «Sponsor key to money market funds», août 2010.

Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (2012), «Money market fund systemic risk analysis and reform options», rapport consultatif, 27 avril 2012.

Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (2012), «Policy recommendations for money market funds», 9 octobre 2012

Parlement européen (2012), «Rapport sur le système bancaire parallèle», Commission des affaires économiques et monétaires, 25 octobre 2012.

Rosengren, E.S (2012), «Money market mutual funds and financial stability», Commentaires prononcés lors de la Conférence 2012 sur les marchés financiers tenue à la Banque de Réserve fédérale d'Atlanta le 11 avril 2012.

Scharfstein, D.S. (2012), «Perspectives on money market mutual fund reforms», Déclaration devant la Commission des affaires bancaires, urbaines et du logement du Sénat américain, 21 juin 2012

Scott, H.S. (2012), «Interconnectedness and contagion», 20 novembre 2012.

Securities and Exchange Commission (2010), «Money Market Fund Reform», *Investment Company Act Release No. IC-29132*, 75 Fed. Reg. 10600, 10062, 4 mars 2010.

Securities and Exchange Commission (1977), «Valuation of debt instruments by money market funds and certain other open-end investment companies», *Investment Company Act Release No. 9786*, 42 Fed. Reg. 28999, 7 juin 1977.

Squam Lake Group (2011), «Reforming money market funds», 14 janvier 2011.

---