

I

(Résolutions, recommandations et avis)

RECOMMANDATIONS

COMITÉ EUROPÉEN DU RISQUE SYSTÉMIQUE

RECOMMANDATION DU COMITÉ EUROPÉEN DU RISQUE SYSTÉMIQUE

du 7 décembre 2017

sur le risque de liquidité et d'effet de levier dans les fonds d'investissement

(CERS/2017/6)

(2018/C 151/01)

LE CONSEIL GÉNÉRAL DU COMITÉ EUROPÉEN DU RISQUE SYSTÉMIQUE,

vu le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne,

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⁽¹⁾, 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⁽²⁾, et notamment ses articles 18 à 20,

considérant ce qui suit:

- (1) Le secteur des fonds d'investissement a connu une forte croissance au cours des dix dernières années, aussi bien dans l'Union européenne qu'au niveau mondial, de sorte que les fonds d'investissement représentent aujourd'hui une part globale bien plus importante des marchés de titres. Le rôle des fonds d'investissement dans l'intermédiation financière devrait encore s'accroître dans un contexte de taux d'intérêt faibles et de contraintes de bilan dans le secteur bancaire, auquel s'ajoutent les changements liés au développement de l'union des marchés de capitaux. Les autorités de régulation ont accueilli favorablement cette évolution, car la diversification des sources de financement pourrait contribuer à renforcer l'efficacité et la résilience du système financier dans son ensemble.
- (2) Cependant, il est à craindre que le rôle accru des fonds d'investissement dans l'intermédiation financière puisse amplifier une éventuelle crise financière future. Des asymétries entre la liquidité des actifs des fonds d'investissement de type ouvert et leur profil de remboursement peuvent conduire à des ventes d'urgence afin de satisfaire aux demandes de remboursement en période de tensions sur les marchés. De telles ventes d'urgence pourraient nuire aux autres acteurs des marchés financiers détenant les mêmes actifs ou des actifs étroitement corrélés. En outre, l'effet de levier peut amplifier l'impact des évolutions négatives du marché, car il génère une exposition supérieure aux actifs détenus par un fonds d'investissement. Outre ces voies de contagion indirectes, un fonds d'investissement peut propager les risques par le jeu de l'interdépendance, par exemple au travers des interconnexions avec ses investisseurs, qui constitue une voie directe par laquelle les chocs peuvent se propager à d'autres établissements financiers.
- (3) Les fonds d'investissement sont également sensibles aux évolutions de la dynamique et de la structure des marchés. Par exemple, en présence de taux d'intérêt faibles, la recherche de rendement peut inciter à investir davantage dans des actifs moins liquides. Il existe un risque que des chocs macroéconomiques, tels qu'une inversion des primes de risque, entraînent de nombreuses demandes de remboursement de la part des investisseurs des fonds d'investissement. Ce risque serait particulièrement prononcé s'agissant des fonds d'investissement qui détiennent une part importante d'actifs à fort effet de levier et moins liquides dans leurs portefeuilles.

⁽¹⁾ JO L 331 du 15.12.2010, p. 1.

⁽²⁾ JO C 58 du 24.2.2011, p. 4.

- (4) En outre, à moins de gérer ce risque de façon adéquate, certains investisseurs pourraient chercher «l'avantage du premier sortant», c'est-à-dire que les investisseurs qui se font rembourser avant ou dès le début d'une période de tensions sur les marchés n'en subissent pas toutes les conséquences et laissent les autres investisseurs en supporter les effets.
- (5) Le cadre législatif actuel de l'Union comprend des mesures visant à réduire les effets amplificateurs du secteur des fonds d'investissement lors d'une crise financière et à renforcer la résilience des fonds d'investissement. Il comprend les directives 2009/65/CE ⁽¹⁾ et 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil ⁽²⁾.
- (6) Les directives 2009/65/CE et 2011/61/UE contiennent toutes deux des exigences en matière de gestion de la liquidité. Les fonds d'investissement alternatifs (FIA) sont tenus d'avoir en place des politiques de remboursement qui soient compatibles avec le profil de liquidité de leur stratégie d'investissement et d'effectuer régulièrement des simulations de crise, dans des conditions normales et exceptionnelles de liquidité. Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) sont soumis à des règles d'éligibilité détaillées régissant les types d'actifs dans lesquels ils sont autorisés à investir et doivent, le cas échéant, effectuer des simulations de crise.
- (7) Afin de faire face aux risques systémiques liés à l'effet de levier, les directives 2009/65/CE et 2011/61/UE offrent à l'heure actuelle une base juridique permettant de limiter l'accumulation des effets de levier dans les fonds d'investissement. L'article 51, paragraphe 3, de la directive 2009/65/CE soumet les expositions des OPCVM aux instruments dérivés à une limite d'investissement et l'article 83, paragraphe 2, point a), de cette même directive fixe un plafond d'emprunt temporaire de 10 %. L'article 25, paragraphe 3, de la directive 2011/61/UE permet aux autorités compétentes nationales (ACN) d'imposer des limites au niveau de levier ou d'autres restrictions à la gestion des FIA. En outre, l'article 25, paragraphe 7, de la directive 2011/61/UE confie à l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) la mission de décider que l'effet de levier auquel a recours un gestionnaire, ou un groupe de gestionnaires de FIA, présente un risque substantiel pour la stabilité et l'intégrité du système financier et l'AEMF peut émettre à l'intention des ACN une recommandation exposant les mesures correctives à prendre, y compris en fixant des limites au niveau de levier.
- (8) L'application de critères uniformément élevés en ce qui concerne la capacité des gestionnaires de fonds à gérer les risques dans toute l'Union est justifiée afin de garantir que la réglementation atténuera le risque systémique. Des éléments indiquent que le cadre réglementaire actuel permet que les fonds d'investissement gèrent efficacement leurs risques au niveau microprudentiel. Cependant, son efficacité d'un point de vue macroprudentiel reste, pour une bonne part, à vérifier. L'objectif de la présente recommandation est de traiter la question des risques systémiques liés aux décalages de liquidité et à l'utilisation de l'effet de levier dans les fonds d'investissement. Le cadre macroprudentiel de l'Union, tel qu'il s'applique au secteur de la gestion d'actifs, en sera ainsi amélioré.
- (9) La recommandation A vise à faire face aux risques susceptibles d'apparaître lorsque les gestionnaires de fonds n'ont pas mis en place des outils de gestion de la liquidité appropriés tels que des frais de remboursement, des restrictions aux remboursements, ou la possibilité de suspendre temporairement les remboursements. En l'absence de tels outils, la pression des demandes de remboursement en période de baisse des prix des actifs pourrait provoquer une crise de liquidité d'ampleur systémique et aggraver la chute des prix des actifs, ce qui pourrait menacer la stabilité financière. La disponibilité d'un ensemble varié d'outils de gestion de la liquidité dans tous les États membres renforcerait la capacité des gestionnaires de fonds à gérer la pression des demandes de remboursement en cas de crise de liquidité sur le marché. En outre, la recommandation A appelle à préciser le rôle des ACN en ce qui concerne les suspensions de remboursements.
- (10) La recommandation B vise à réduire et à prévenir les décalages de liquidité excessifs dans les FIA de type ouvert. Certains FIA de type ouvert investissent une large part de leurs fonds dans des actifs intrinsèquement moins liquides. Il s'agit notamment des fonds d'investissement qui investissent dans l'immobilier, des titres non cotés, des emprunts ainsi que dans d'autres actifs alternatifs. Il est nécessaire que ces fonds d'investissement démontrent aux ACN, au cours du processus d'approbation et/ou après l'approbation, leur capacité à maintenir leur stratégie d'investissement en cas de tensions sur le marché.
- (11) La recommandation C vise à promouvoir des pratiques cohérentes en matière de simulations de crise de liquidité au niveau du fonds d'investissement. Les simulations de crise sont des outils qui aident les gestionnaires de fonds à détecter les faiblesses potentielles d'une stratégie d'investissement et à préparer un fonds d'investissement à une crise potentielle. Utilisée correctement, comme un outil de gestion des risques et un outil décisionnel, une

⁽¹⁾ Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (JO L 302 du 17.11.2009, p. 32).

⁽²⁾ Directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010 (JO L 174 du 1.7.2011, p. 1).

simulation de crise devrait réduire le risque de liquidité au niveau du fonds d'investissement et contribuer à abaisser le risque de liquidité à l'échelle du système financier. Des orientations sur les pratiques des gestionnaires de fonds en matière de simulation de crise de liquidité devraient réduire le risque de liquidité aussi bien au niveau du fonds d'investissement qu'à l'échelle du système, et renforce la capacité des entités à gérer la liquidité pour servir au mieux les intérêts des investisseurs, y compris en évitant les surprises et les réactions d'urgence qui en découleraient en période de demandes de remboursement exceptionnellement élevées.

- (12) La recommandation D vise à mettre en place un cadre harmonisé de déclaration d'informations pour les OPCVM dans toute l'Union. Bien que de nombreux États au sein de l'Union imposent des obligations de déclaration aux OPCVM, les pratiques en la matière sont très hétérogènes en termes de fréquence, d'OPCVM concernés, et de données déclarées. L'absence de cadre harmonisé de déclaration d'informations empêche le suivi et l'évaluation complète de la contribution potentielle des OPCVM aux risques pesant sur la stabilité financière. Un cadre harmonisé de déclaration d'informations pour les OPCVM réduira également les inefficacités actuelles en matière de déclarations aussi bien pour les ACN que pour le secteur.
- (13) La recommandation E vise à faciliter la mise en œuvre de l'article 25 de la directive 2011/61/UE, qui prévoit un outil macroprudentiel pour limiter l'effet de levier dans les FIA. Il est nécessaire de clarifier l'utilisation de cet outil en élaborant une approche commune afin de garantir que les ACN sont en mesure d'utiliser cet outil de façon harmonisée. Par conséquent, il conviendrait d'élaborer des orientations sur un cadre d'évaluation des risques d'effet de levier et sur la définition, le calibrage et la mise en œuvre de limites à l'effet de levier.
- (14) La présente recommandation préconise un cadre proportionné de gestion des risques systémiques susceptibles d'apparaître dans le secteur des fonds d'investissement ou d'être propagés par celui-ci, tout en conservant les caractéristiques clés liées au remboursement qui attirent les investisseurs vers les fonds d'investissement de type ouvert et facilitent le placement collectif.
- (15) La présente recommandation tient compte des initiatives internationales et européennes en cours en matière de politiques macroprudentielles de réduction des risques issus des décalages de liquidité et de l'effet de levier dans les fonds d'investissement, et notamment les travaux du Conseil de stabilité financière (CSF) et de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV). Le 12 janvier 2017, le CSF a publié des recommandations pour remédier aux vulnérabilités structurelles des activités de gestion d'actifs résultant des décalages de liquidité et de l'utilisation de l'effet de levier dans les fonds d'investissement ⁽¹⁾. L'OICV a été chargée de mettre en œuvre les recommandations du CSF pour compléter ces travaux. Ce processus est actuellement en cours.
- (16) Afin de mettre en œuvre les éléments macroprudentiels du cadre réglementaire actuel applicable aux fonds d'investissement et de garantir que les ACN agissent en cohérence, la présente recommandation s'adresse en partie à l'AEMF eu égard à son rôle de facilitation et de coordination.
- (17) Afin de gérer les autres risques posés par les fonds d'investissement, il est recommandé que la Commission européenne propose des mesures législatives supplémentaires. Sachant que la Commission a déjà inscrit à son ordre du jour des révisions législatives dans ce domaine, celles-ci seront l'occasion d'aborder les questions macroprudentielles mentionnées dans les recommandations.
- (18) Les recommandations du Comité européen du risque systémique (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 — Outils de gestion de la liquidité en matière de remboursement

1. Il est recommandé à la Commission de proposer que la législation de l'Union intègre un cadre juridique commun à l'Union régissant l'introduction d'outils supplémentaires de gestion de la liquidité dans la conception des fonds d'investissement quelle que soit leur origine au sein de l'Union, de sorte que la décision concernant le choix des outils supplémentaires de gestion de la liquidité à intégrer dans les documents constitutifs ou d'autres informations précontractuelles sur les fonds d'investissement soit prise individuellement par chaque entité gestionnaire.

⁽¹⁾ Conseil de stabilité financière, «Recommandations politiques pour remédier aux vulnérabilités structurelles résultant des activités de gestion d'actifs», janvier 2017.

2. Il est recommandé à la Commission de proposer que la législation de l'Union intègre des dispositions supplémentaires précisant le rôle des ACN lorsqu'elles exercent leurs pouvoirs de suspendre les remboursements en cas d'incidences sur la stabilité financière transfrontalière.
3. Il est recommandé à la Commission de proposer que la législation de l'Union définisse le rôle général de facilitation, de conseil et de coordination de l'AEMF en ce qui concerne le pouvoir des ACN de suspendre les remboursements en cas d'incidences sur la stabilité financière transfrontalière, conformément à la recommandation A, paragraphe 2.

Recommandation B — Dispositions supplémentaires afin de réduire le risque de décalages de liquidité excessifs

Il est recommandé à la Commission de proposer que la législation de l'Union intègre des mesures visant à limiter la mesure dans laquelle le recours aux opérations de transformation de liquidité dans les FIA de type ouvert contribue à l'accroissement des risques systémiques ou au risque de désorganisation des marchés.

Recommandation C — Simulation de crise

Afin de promouvoir la convergence en matière prudentielle, il est recommandé à l'AEMF d'élaborer des orientations sur les pratiques à suivre par les gestionnaires aux fins des simulations de crise de liquidité pour les FIA et les OPCVM individuels.

Recommandation D — Déclarations des OPCVM

1. Il est recommandé à la Commission de proposer que la législation de l'Union impose aux OPCVM et aux sociétés gestionnaires d'OPCVM de déclarer régulièrement leurs données à l'autorité compétente, notamment sur le risque de liquidité et l'effet de levier, et de fournir ces données à l'ACN concernée si celle-ci n'est pas l'autorité compétente aux fins des déclarations des OPCVM.
2. Il est recommandé à la Commission de proposer que les données mentionnées dans la recommandation D, paragraphe 1, soient déclarées, dans le cadre d'un dispositif de déclaration, au moins une fois par trimestre par une fraction suffisamment importante, du point de vue de la stabilité financière, des OPCVM et des sociétés gestionnaires d'OPCVM. Au minimum, un sous-ensemble suffisant de l'ensemble de données devrait être déclaré une fois par an par une fraction représentative des OPCVM et des sociétés gestionnaires d'OPCVM.
3. Il est recommandé à la Commission de proposer que les ACN mettent les données mentionnées dans la recommandation D, paragraphe 1, à la disposition des ACN des autres États membres concernés, de l'AEMF et du CERS.

Recommandation E — Orientations relatives à l'article 25 de la directive 2011/61/UE

1. Il est recommandé à l'AEMF de formuler des orientations sur le cadre d'évaluation de la mesure dans laquelle le recours à l'effet de levier dans le secteur des FIA contribue à l'accroissement du risque systémique dans le système financier.
2. Il est recommandé à l'AEMF de formuler des orientations sur la définition, le calibrage et la mise en œuvre des limites macroprudentielles à l'effet de levier.
3. Il est recommandé à l'AEMF de formuler des orientations sur la manière dont les ACN devraient informer l'AEMF, le CERS et les autres ACN de leur intention de mettre en œuvre des mesures macroprudentielles en vertu de l'article 25, paragraphe 3, de la directive 2011/61/UE.
4. Il est recommandé à l'AEMF d'utiliser les informations qui lui sont adressées par les ACN au titre de l'article 25, paragraphe 3, de la directive 2011/61/UE pour comparer et partager ses connaissances avec les autorités nationales macroprudentielles et le CERS sur les pratiques en matière d'utilisation des limites à l'effet de levier et d'imposition d'autres restrictions aux gestionnaires de FIA.

SECTION 2

MISE EN ŒUVRE

1. Définitions

1. Aux fins de la présente recommandation, les définitions suivantes s'appliquent:

- a) «outils supplémentaires de gestion de la liquidité»: les outils conçus pour aider les FIA de type ouvert et les OPCVM ainsi que leurs gestionnaires à gérer les demandes de remboursement de manière adéquate et efficace à tout moment et notamment en cas de tensions sur les marchés. Ces outils devraient comprendre des mesures *a posteriori* telles que la suspension des remboursements ou le report des remboursements («restrictions»/délais de notification prorogables), et des mesures préventives telles que la répartition des coûts de transaction entre les investisseurs qui souscrivent/rachètent (ajustement de la valeur liquidative (*swing pricing*)/prélèvements anti-dilution);

- b) «fonds d'investissement alternatifs» (FIA): les organismes de placement collectif tels que définis à l'article 4, paragraphe 1, point a), de la directive 2011/61/UE;
 - c) «gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs» (gestionnaires) a le même sens qu'à l'article 4, paragraphe 1, point b), sous réserve des exclusions prévues à l'article 2, paragraphe 3, et des dérogations énoncées à l'article 3 de la directive 2011/61/UE;
 - d) «gestionnaires de FIA de type ouvert»: gestionnaires entrant dans la catégorie définie à l'article 1, paragraphe 2, du règlement délégué (UE) n° 694/2014 de la Commission ⁽¹⁾;
 - e) «entité responsable de la gestion»: i) une société de gestion telle que définie à l'article 2, paragraphe 1, point b), de la directive 2009/65/CE; ii) un OPCVM constitué en société d'investissement n'ayant pas désigné une société de gestion, tel que prévu dans la directive 2009/65/CE; iii) un gestionnaire de FAI tel que précisé à l'article 4, paragraphe 1, point b), de la directive 2011/61/UE; et iv) un FIA géré en interne constitué en société d'investissement n'ayant pas désigné de gestionnaire externe mentionné à l'article 5, paragraphe 1, point b), de la directive 2011/61/UE;
 - f) «effet de levier»: toute méthode par laquelle un fonds d'investissement accroît son exposition au-delà de la valeur des actifs qu'il détient, que ce soit par l'emprunt de liquidités ou de valeurs mobilières, par des positions dérivées ou par tout autre moyen;
 - g) «autorité compétente nationale» (ACN): l'autorité compétente telle que définie à l'article 2, paragraphe 1, point h), de la directive 2009/65/CE ou à l'article 4, paragraphe 1, point f), de la directive 2011/61/UE, selon le cas;
 - h) «risque systémique» a le même sens qu'à l'article 2, point c), du règlement (UE) n° 1092/2010;
 - i) «organisme de placement collectif en valeurs mobilières» (OPCVM): un organisme tel que défini à l'article 1, paragraphe 2, de la directive 2009/65/CE qui a été agréé conformément à l'article 5 de cette directive;
 - j) «société de gestion d'OPCVM» a le même sens qu'à l'article 2, paragraphe 1, point b), de la directive 2009/65/CE.
2. Les annexes I et II font partie intégrante de la présente recommandation. En cas de divergence entre les annexes et le corps du texte, ce dernier prévaut.

2. Critères de mise en œuvre

1. La mise en œuvre de la présente recommandation satisfait aux critères suivants:
- a) la recommandation vise les FIA, les gestionnaires, les OPCVM et les sociétés de gestion d'OPCVM;
 - b) il y a lieu d'éviter l'arbitrage réglementaire;
 - c) il convient de tenir dûment compte du principe de proportionnalité, en prenant en considération l'objectif et le contenu de chaque recommandation;
 - d) les critères de conformité énoncés à l'annexe I.
2. Les destinataires sont invités à communiquer au CERS et au Conseil les mesures prises pour donner suite à la présente recommandation ou à fournir une justification adéquate en cas d'inaction. Les rapports doivent au moins contenir:
- a) des informations sur le contenu et le calendrier des mesures prises, y compris toute mesure concernant les autorités européennes de surveillance, le cas échéant;
 - b) une évaluation du fonctionnement des mesures prises du point de vue 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

Les destinataires sont invités à communiquer au CERS et au Conseil les mesures prises pour donner suite à la présente recommandation ou à fournir une justification adéquate en cas d'inaction, conformément au calendrier ci-dessous.

1. Recommandation A

Il est demandé à la Commission de fournir au CERS et au Conseil, au plus tard le 31 décembre 2020, un rapport sur la mise en œuvre de la recommandation A, paragraphes 1, 2 et 3.

⁽¹⁾ Règlement délégué (UE) n° 694/2014 de la Commission du 17 décembre 2013 complétant la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les normes techniques de réglementation déterminant des types de gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (JO L 183 du 24.6.2014, p. 18).

2. Recommandation B

Il est demandé à la Commission de fournir au CERS et au Conseil, au plus tard le 31 décembre 2020, un rapport sur la mise en œuvre de la recommandation B.

3. Recommandation C

Il est demandé à l'AEMF de fournir au CERS et au Conseil, au plus tard le 30 juin 2019, l'orientation mentionnée dans la recommandation C.

4. Recommandation D

Il est demandé à la Commission de fournir au CERS et au Conseil, au plus tard le 31 décembre 2020, le rapport sur la mise en œuvre de la recommandation D, paragraphes 1, 2 et 3.

5. Recommandation E

a) Il est demandé à l'AEMF de fournir au CERS et au Conseil, au plus tard le 30 juin 2019, l'orientation mentionnée dans la recommandation E, paragraphes 1, 2 et 3;

b) Il est demandé à l'AEMF de fournir au moins une fois par an à compter du 31 décembre 2019 aux autorités macroprudentielles nationales et au CERS les informations mentionnées dans la recommandation E, paragraphe 4.

4. Suivi et évaluation

1. Le secrétariat du CERS:

a) prête assistance aux destinataires, en assurant la coordination des rapports, en fournissant les modèles adéquats et en donnant, le cas échéant, des précisions sur la procédure et le calendrier du suivi;

b) vérifie le suivi effectué par les destinataires, leur prête assistance sur demande, et soumet les rapports de suivi au conseil général par le biais du comité directeur.

2. Le conseil général évaluera les mesures et les justifications communiquées par les destinataires, et, le cas échéant, pourra décider que la présente recommandation n'a pas été suivie et qu'un destinataire n'a pas donné de justification adéquate de son inaction.

Fait à Francfort-sur-le-Main, le 7 décembre 2017.

Chef du secrétariat du CERS, au nom du conseil général du CERS

Francesco MAZZAFERRO

ANNEXE I

CRITÈRES DE CONFORMITÉ AUX RECOMMANDATIONS

Recommandation A

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

A(1) — Disponibilité d'outils supplémentaires de gestion de la liquidité

La législation de l'Union devrait rendre légalement disponible à l'échelle de l'Union un large éventail d'outils supplémentaires de gestion de la liquidité tout en reconnaissant que l'activation et la mise en œuvre des outils supplémentaires de gestion de la liquidité devrait incomber principalement aux gestionnaires d'actifs et que certains de ces outils ne seront pas adaptés ou nécessaires à tous les types de fonds ouverts. Les outils supplémentaires de gestion de la liquidité devraient aider les fonds d'investissement alternatifs (FIA) de type ouvert et les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), ainsi que leurs gestionnaires, à gérer les demandes de remboursement de manière adéquate et efficace à tout moment, et notamment en cas de tensions sur les marchés.

Les modifications que la Commission propose d'apporter à la législation de l'Union pertinente devraient inclure:

- a) l'obligation pour les gestionnaires de FIA de type ouvert et les sociétés de gestion d'OPCVM d'évaluer l'ensemble des outils supplémentaires de gestion de la liquidité disponibles et notamment d'évaluer lesquels sont adaptés aux stratégies d'investissement des fonds dont ils assurent la gestion et devraient donc être intégrés dans leurs documents constitutifs ou dans d'autres informations précontractuelles afin d'être déployés aussi bien dans des conditions normales de marché que dans des conditions de tensions sur les marchés, et d'offrir une transparence suffisante aux investisseurs en ce qui concerne ces outils;
- b) l'obligation pour les gestionnaires de FIA de type ouvert et les sociétés de gestion d'OPCVM d'inclure au minimum le pouvoir de suspendre les remboursements, notamment en cas de tensions sur les marchés, dans les documents constitutifs ou d'autres informations précontractuelles des fonds qu'ils gèrent;
- c) l'obligation pour les gestionnaires de FIA de type ouvert et les sociétés de gestion d'OPCVM de s'assurer qu'ils disposent de la capacité opérationnelle et des plans d'urgence nécessaires à l'activation en temps utile des outils supplémentaires de gestion de la liquidité qu'ils utilisent;
- d) l'obligation pour les gestionnaires de FIA de type ouvert et les sociétés de gestion d'OPCVM de déclarer aux autorités compétentes nationales (ACN) le déploiement et l'utilisation d'outils supplémentaires de gestion de la liquidité en cas de tensions sur les marchés;
- e) l'obligation pour l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), après prise en compte de l'avis du Comité européen du risque systémique (CERS) sur les questions macroprudentielles, d'établir des orientations sur:
 - i) la définition et les caractéristiques des outils supplémentaires de gestion de la liquidité;
 - ii) les critères d'évaluation de l'adéquation au titre de la section A(1) point a);
 - iii) les exigences de transparence applicables aux outils supplémentaires de gestion de la liquidité au titre de la section A(1) point a);
 - iv) les principes essentiels régissant le déploiement des outils supplémentaires de gestion de la liquidité dans le processus de gestion de la liquidité du fonds;
 - v) les modalités d'évaluation et de traitement d'éventuelles conséquences imprévues de l'utilisation des outils supplémentaires de gestion de la liquidité;
 - vi) l'obligation de déclaration aux ACN au titre de la section A(1) point a); et
 - vii) le niveau de transparence à l'égard des investisseurs en cas d'activation et d'utilisation d'outils supplémentaires de gestion de la liquidité.

Les orientations devraient tenir compte des plans d'urgence nécessaires qui devraient être appliqués en amont, comme l'exige la section A(1) point c), afin de permettre l'activation rapide et efficace des outils supplémentaires de gestion de la liquidité.

A(2) — Dispositions complémentaires relatives à la suspension par les ACN des remboursements ayant des incidences sur la stabilité financière transfrontalière.

Les modifications que la Commission propose d'apporter à la législation de l'Union devraient inclure:

- a) une clarification du rôle respectif des ACN et de leur coopération en ce qui concerne la suspension des remboursements aux fins de la stabilité financière transfrontalière, lorsque le FIA ou l'OPCVM est établi dans un État membre mais que le gestionnaire de ce FIA ou la société de gestion de cet OPCVM sont établis dans un autre État membre, c'est-à-dire en cas d'incidences transfrontalières;

- b) l'obligation pour les ACN, lorsqu'elles exercent leur pouvoir d'ordonner la suspension des remboursements aux fins de la stabilité financière transfrontalière, d'en informer préalablement les autres ACN pertinentes, l'AEMF et le CERS.

A(3) — Dispositions complémentaires relatives au rôle de l'AEMF dans le cadre de la suspension, par les ACN, des remboursements ayant une incidence sur la stabilité financière transfrontalière.

Les modifications que la Commission propose d'apporter à la législation de l'Union pertinente devraient inclure une obligation pour l'AEMF de veiller à remplir un rôle général de facilitation, de conseil et de coordination en ce qui concerne le pouvoir des ACN de suspendre les remboursements en cas d'incidences sur la stabilité financière transfrontalière.

Recommandation B

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

Les modifications que la Commission propose d'apporter à la législation de l'Union pertinente devraient inclure:

- a) l'octroi de pouvoirs à l'AEMF pour établir et mettre à jour une liste d'actifs intrinsèquement moins liquides, sur la base de son analyse, après prise en compte des avis du CERS sur les questions macroprudentielles et de ceux de l'Autorité bancaire européenne et de l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles sur les questions d'harmonisation intersectorielle. Lors de l'établissement de cette liste, l'AEMF devrait au minimum examiner l'immobilier, les titres non cotés, les prêts et les autres actifs alternatifs qui paraissent intrinsèquement moins liquides. L'analyse devrait, entre autres, tenir compte du temps nécessaire pour liquider ces actifs en cas de tensions sur les marchés;
- b) l'obligation pour les gestionnaires de FIA de type ouvert dont l'objectif est d'investir massivement dans des actifs figurant dans la liste des actifs intrinsèquement moins liquides en vertu de la section B, point a), de démontrer aux ACN leur capacité à maintenir leur stratégie d'investissement dans des conditions de marché prévisibles. L'évaluation devrait notamment inclure des politiques de remboursement individualisées, la mise en œuvre d'outils supplémentaires de gestion de la liquidité et/ou de limites internes applicables aux actifs figurant dans la liste des actifs intrinsèquement moins liquides en vertu de la section B, point a). Ces limites internes, si elles sont utilisées, devraient alors être communiquées aux ACN dès la création des fonds concernés et toute modification ultérieure desdites limites devrait être déclarée. L'information des investisseurs devrait également être effectuée selon des modalités qui feront l'objet d'une orientation de l'AEMF.
- c) le pouvoir discrétionnaire d'imposer aux gestionnaires de FIA de type ouvert des dispositions transitoires précisant le délai accordé pour se conformer à la législation lorsque des actifs sont ajoutés à la liste des actifs intrinsèquement moins liquides en vertu de la section B, point a), et lorsque les limites internes sont dépassées, si c'est utile, afin d'éviter tout effet négatif involontaire.

Recommandation C

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

L'orientation publiée par l'AEMF relative aux simulations de crise de liquidité devrait inclure, sans toutefois s'y limiter:

- a) la conception de scénarios de crise de liquidité;
- b) la politique en matière de simulation de crise de liquidité, y compris l'utilisation interne des résultats des simulations;
- c) la prise en compte de l'actif et du passif du bilan des fonds d'investissement; et
- d) le moment et la fréquence des simulations de crises de liquidité à réaliser par les fonds.

Cette orientation devrait se fonder sur les exigences applicables aux simulations de crise énoncées dans la directive 2011/61/UE et sur les modalités de réalisation de ces simulations par les acteurs du marché.

Recommandation D

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

D(1) — Obligations de déclaration à la charge des OPCVM et des sociétés de gestion d'OPCVM

Les modifications que la Commission propose d'apporter à la législation de l'Union pertinente devraient inclure des obligations de déclaration couvrant les données relatives à la fois au gestionnaire et au fonds, tout en reflétant également les spécificités des OPCVM. Les données déclarées devraient permettre un contrôle suffisant des vulnérabilités potentielles susceptibles de contribuer au risque systémique et couvrir au minimum:

- a) la valeur des actifs sous gestion pour l'ensemble des OPCVM gérés par une société de gestion;
- b) les instruments négociés et les expositions individuelles;

- c) la stratégie d'investissement;
- d) l'exposition globale/l'effet de levier global;
- e) les simulations de crise;
- f) les techniques efficaces de gestion de portefeuille;
- g) le risque de contrepartie/les sûretés;
- h) le risque de liquidité;
- i) le risque de crédit; et
- j) le volume des opérations.

La Commission devrait proposer, lorsque c'est opportun, une harmonisation des obligations globales de déclaration imposées aux fonds d'investissement et à leurs gestionnaires, notamment entre les déclarations recommandées pour les OPCVM et les mesures déjà mises en œuvre en matière de déclaration en vertu de la directive 2011/61/UE. À cet égard, la Commission devrait également tenir compte des obligations de déclaration en vertu du règlement (UE) 2017/1131 du Parlement européen et du Conseil ⁽¹⁾. Cette harmonisation devrait permettre d'utiliser les plateformes de déclaration existantes, de réaliser des synergies et d'éviter de faire peser une charge excessive sur les gestionnaires d'actifs.

Les modifications que la Commission propose d'apporter à la législation de l'Union devraient en outre inclure une disposition précisant que si l'ACN du gestionnaire de l'OPCVM est différente de l'ACN de l'OPCVM lui-même, le gestionnaire de l'OPCVM doit également fournir, sur demande, les informations déclarées à l'ACN de l'OPCVM.

D(2) — Fréquence et étendue des obligations de déclaration à la charge des OPCVM et des sociétés de gestion d'OPCVM

Les modifications que la Commission propose d'apporter à la législation de l'Union devraient inclure les exigences suivantes:

- a) les données mentionnées dans la recommandation D (1) font l'objet de déclarations au moins trimestrielles afin de permettre un contrôle efficace des risques pesant sur la stabilité financière tout en répondant au critère de proportionnalité eu égard aux entités tenues de cette obligation de déclaration;
- b) l'ensemble des actifs gérés par la société de gestion et les actifs sous la gestion de chaque OPCVM devraient être pris en compte pour définir l'étendue de l'obligation de déclaration, assurant ainsi qu'une part suffisante du secteur sera couverte par celle-ci, afin de traiter les risques pesant sur la stabilité financière.

D(3) — Harmonisation des déclarations et du partage des informations

Les modifications que la Commission propose d'apporter à la législation de l'Union devraient inclure une obligation de mettre à la disposition des ACN des autres États membres concernés, de l'AEMF et du CERS les informations visées à la recommandation D (1) afin d'assurer l'harmonisation des déclarations de données des OPCVM avec les pratiques de partage des données en vertu de la directive 2011/61/UE. Dans ce contexte, la Commission devrait également prendre en compte les obligations de déclaration en vertu du règlement (UE) 2017/1131.

Recommandation E

Pour la **recommandation E**, les critères de conformité suivants sont précisés:

E(1) — Analyse du risque systémique lié à l'effet de levier

L'orientation publiée par l'AEMF devrait inclure:

- a) un ensemble minimum d'indicateurs communs devant être pris en compte par les ACN dans le cadre de leur évaluation;
- b) des instructions pour le calcul des indicateurs visés à la section E (1) point a) sur la base des données déclarées en vertu de l'article 24 de la directive 2011/61/UE; et
- c) des descriptions qualitatives et, si possible, quantitatives concernant l'interprétation des indicateurs dans le contexte du cadre d'évaluation.

⁽¹⁾ Règlement (UE) 2017/1131 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 sur les fonds monétaires (JO L 169 du 30.6.2017, p. 8).

L'ensemble commun d'indicateurs visé à la section E(1) point a), devrait:

- 1) faciliter l'évaluation du niveau, de la source et des différentes utilisations de l'effet de levier;
- 2) faciliter l'évaluation des principaux canaux par lesquels le risque systémique peut se matérialiser, à savoir les ventes d'urgence, la contagion directe aux établissements financiers, et l'interruption de l'intermédiation du crédit; et
- 3) être exploitable et suffisant pour permettre aux ACN d'informer l'AEMF, eu égard à sa recommandation au titre de l'article 25, paragraphe 6, de la directive 2011/61/UE et aux principes définis à l'article 112 du règlement délégué (UE) n° 231/2013 de la Commission ⁽¹⁾, que les conditions relatives à l'imposition de limites à l'effet de levier ou de tout autre restriction à la gestion des FIA ont été ou non satisfaites.

E(2) — Limites macroprudentielles à l'effet de levier

L'orientation publiée par l'AEMF devrait inclure:

- a) une description des différents types de limites à l'effet de levier, y compris une évaluation de leur efficacité et de leur efficacité en termes de réduction de l'effet de levier excessif;
- b) un ensemble de principes devant être pris en compte par les ACN lors du calibrage des limites à l'effet de levier, couvrant au minimum tous les éléments suivants: i) une déclaration prévoyant que les limites à l'effet de levier sont basées sur les mesures d'effet de levier exposées dans la directive 2011/61/UE, ii) des critères d'application des limites à l'effet de levier et iii) des principes relatifs au réexamen périodique des limites à l'effet de levier;
- c) un ensemble de principes devant être pris en compte par les ACN lorsqu'elles envisagent de fixer des limites à l'effet de levier, couvrant au minimum tous les éléments suivants: i) des principes visant une approche équilibrée entre la fixation de limites sur le fondement de règles et la fixation discrétionnaire de limites; ii) des principes concernant les interactions avec d'autres mesures politiques; iii) des principes visant une coordination entre les autorités de l'Union.

E(3) — Procédure de notification

L'orientation publiée par l'AEMF devrait permettre aux ACN d'adresser des notifications à l'AEMF, au CERS et aux autres ACN pertinentes. Cette orientation devrait notamment inclure une procédure de travail efficace et des modèles de lettres de notification ainsi que des obligations de déclaration relatives à l'évaluation des ACN quant à la nécessité de mettre en œuvre des mesures macroprudentielles au titre de l'article 25, paragraphe 3 de la directive 2011/61/UE.

E(4) — Analyse comparative

L'AEMF devrait partager chaque année avec les autorités nationales macroprudentielles et le CERS:

- a) les résultats, le cas échéant, de son exercice de comparaison;
- b) les pratiques, le cas échéant, en matière d'utilisation de limites à l'effet de levier et d'imposition d'autres restrictions à la gestion des FIA sur la base des informations reçues des ACN au titre de l'article 25, paragraphe 3, de la directive 2011/61/UE.

⁽¹⁾ Règlement délégué (UE) n° 231/2013 du 19 décembre 2012 complétant la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les dérogations, les conditions générales d'exercice, les dépositaires, l'effet de levier, la transparence et la surveillance (JO L 83 du 22.3.2013, p. 1).

ANNEXE II

LOGIQUE ÉCONOMIQUE ET ÉVALUATION

TABLE DES MATIÈRES

	<i>Page</i>
List of abbreviations	12
I. Introduction	13
II. Recommandation du CERS en matière de risques de liquidité et d'effet de levier dans les fonds d'investissement	17
II.1 Recommandation A — Outils de gestion de la liquidité en matière de remboursement	17
II.1.1 Logique économique et effets escomptés	17
Recommandation A(1) — Disponibilité d'outils supplémentaires de gestion de la liquidité	17
Recommandations A(2) et A(3) — Dispositions complémentaires relatives au rôle des ACN et de l'AEMF en ce qui concerne la suspension des remboursements par les ACN avec implications sur la stabilité financière transfrontalière.	21
II.1.2 Effets indésirables	22
II.2 Recommandation B — Dispositions supplémentaires pour réduire la probabilité de asymétries de liquidité excessifs	22
II.2.1 Logique économique et effets escomptés	22
II.2.2 Effets indésirables	30
II.3 Recommandation C — Tests de résistance	31
II.3.1 Logique économique et effets escomptés	31
II.3.2 Effets indésirables	34
II.4 Recommandation D — Obligations de déclaration applicables aux OPCVM	35
II.4.1 Logique économique et effets escomptés	35
Recommandation D(1) — Obligations de déclaration applicables aux OPCVM et aux sociétés de gestion d'OPCVM	35
Recommandation D(2) — Fréquence et couverture des obligations de déclaration applicables OPCVM et aux sociétés de gestion d'OPCVM	38
Recommandation D(3) — Harmonisation des déclarations et du partage d'informations	39
II.4.2 Effets indésirables	39
II.5 Recommandation E — Orientations relatives à l'article 25 de la directive 2011/61/UE	40
II.5.1 Logique économique et effets escomptés	40
Recommandation E(1) — Évaluation du risque systémique lié à l'effet de levier	40
Recommandation E(2) — Limites macroprudentielles à l'effet de levier	45
Recommandation E(3) — Procédure de notification	48
Recommandation E(4) — Analyse comparative	48
II.5.2 Effets indésirables	48
Références	49
Appendice	52

Liste des abréviations

a-LMT	Outils complémentaires de gestion de la liquidité (<i>additional liquidity management tools</i> , a-LMT)
AIF	Fonds d'investissement alternatif (<i>alternative investment fund</i> , AIF)
AIFM	Gestionnaire de fonds d'investissement alternatif (<i>alternative investment fund manager</i> , AIFM)
AuM	Actifs sous gestion (<i>assets under management</i> , AuM)
CERVM	Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières
OPC	Organisme de placement collectif (<i>collective investment scheme</i> , CIS)
CLMT	Outil contracyclique de gestion de la liquidité (<i>countercyclical liquidity management tool</i> , CLMT)
CRE	Immobilier commercial (<i>commercial real estate</i> , CRE)
CSD	Dépositaire central de titres (<i>central securities depository</i> , CSD)
ABE	Autorité bancaire européenne
BCE	Banque centrale européenne
EEE	Espace économique européen
ELTIF	Fonds européens d'investissement à long terme (<i>European long-term investment funds</i> , ELTIF)
SEBC	Système européen de banques centrales
AEMF	Autorité européenne des marchés financiers
CERS	Comité européen du risque systémique
UE	Union européenne
EUR	Euro
CSF	Conseil de stabilité financière
FVP	Évaluation à la juste valeur (<i>fair value pricing</i> , FVP)
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs
ITS	Normes techniques d'exécution (<i>implementing technical standards</i> , ITS)
OPC monétaire	organisme de placement collectif monétaire
NAV	Valeur d'actif nette (<i>net asset value</i> , NAV)
ACN	Autorité compétente nationale
OTC	Gré à gré (<i>over-the-counter</i> , OTC)
RTS	Normes techniques de réglementation (<i>regulatory technical standards</i> , RTS)
SEC	Commission des opérations de bourse des États-Unis (<i>Securities and Exchange Commission</i> , SEC)
OPCVM	Organismes de placement collectif en valeurs mobilières
VaR	Risque potentiel de perte maximale (<i>value-at-risk</i> , VaR)

La présente annexe fournit des éléments explicatifs aux recommandations du CERS aux fins d'en soutenir la mise en œuvre au sein de l'Union européenne. Chaque recommandation est notamment examinée de manière détaillée ci-dessous, et la logique économique ainsi que l'évaluation accompagnant chacune de ces recommandations sont présentées, y compris les effets éventuels, qu'ils soient ou indésirables, et toute incidence potentielle sur le marché. Cette analyse est largement fondée sur des travaux de recherche et des documents d'orientation, les réglementations nationales et les résultats d'enquêtes menées par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), le Comité européen du risque systémique (CERS) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) (par exemple, enquêtes sur la disponibilité des outils de gestion de la liquidité et l'utilisation d'outils de gestion de la liquidité, le recours à l'effet de levier aux termes de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil ⁽¹⁾ et de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil ⁽²⁾, et les pratiques des gestionnaires de fonds en matière de tests de résistance).

I. Introduction

Considérations structurelles

Le secteur des fonds d'investissement de l'Union a connu une croissance considérable au cours des dernières années. Depuis 2008, l'actif net total des fonds d'investissement de l'Union a plus que doublé, passant de 6 200 milliards à 15 300 milliards d'euros au troisième trimestre 2017 ⁽³⁾. Il faut également souligner que, au cours de la même période, le volume des fonds d'investissement alternatifs (*alternative investment funds*, AIF) européens a plus que triplé, passant de 1 600 milliards à 5 800 milliards d'euros ⁽⁴⁾. Étant donné la part croissante du secteur des fonds d'investissement dans le marché financier total, la gestion du risque systémique dans ce secteur gagne en pertinence.

Les fonds d'investissement peuvent faire preuve d'un ensemble particulièrement complexe de comportements en réaction aux tensions sur les marchés. Les fonds d'investissement ne représentent qu'une des principales catégories d'investisseurs sur les marchés financiers — parmi les autres, on compte les banques, compagnies d'assurance, fonds de pension, investisseurs particuliers, *family offices*, fonds souverains et intermédiaires de différents types. Chacune de ces catégories se comporte de manière spécifique. Une des caractéristiques typiques des fonds d'investissement est qu'ils rassemblent des fonds provenant d'un large ensemble d'investisseurs particuliers et les dirigent vers les marchés à travers une structure de placement collectif. Cette caractéristique, combinée au fait que la plupart des fonds d'investissement sont «ouverts» (à savoir que les investisseurs particuliers peuvent retirer leur placement du fonds avant l'échéance des actifs sous-jacents), implique qu'en cas de tensions sur les marchés les fonds d'investissement peuvent faire preuve d'un ensemble particulièrement complexe de comportements. Il est toujours possible qu'un fonds d'investissement, ou l'un de ses sous-fonds, en réaction à des tensions sur le marché et aux mouvements de rachat qui en résultent parmi les investisseurs, vende des actifs à grande échelle sur un marché à la baisse, aggravant de ce fait le choc sur le marché et contribuant à l'instabilité financière.

Les fonds d'investissement ont tendance à maintenir leur stratégie de placement en cas de chocs sur le marché.

À l'exception de certains AIF, les fonds d'investissement ont habituellement peu recours à l'effet de levier ⁽⁵⁾. Aussi, ceux qui ne sont pas soumis à des pressions liées à des remboursements ont tendance à conserver leurs actifs et peuvent même, de manière opportuniste, chercher à acheter des actifs pendant la chute des prix, entraînant un effet contracyclique.

Sources de risque

La raison principale pour laquelle des fonds pourraient agir différemment et vendre sur un marché à la baisse au cours d'un choc sur le marché serait un niveau exceptionnellement élevé de la demande de remboursement.

Bien qu'il ne s'agisse pas d'une tendance historique, un tel phénomène a parfois été observé en période de tensions sur le marché. En outre, le comportement passé d'un fonds d'investissement ne constitue pas nécessairement une indication de son comportement futur. Ainsi, nous ne pouvons pas être certains que ce phénomène de niveau élevé de la demande de remboursement restera un événement rare ou isolé. L'une des explications possibles au niveau élevé de la demande de remboursement en période de tensions sur le marché est le fait que les fonds d'investissement ne servent pas uniquement de structure de placement en actions à long terme sans effet de levier. Ces fonds sont parfois utilisés par des investisseurs dont les perspectives s'inscrivent à plus court terme, et la proportion de tels investisseurs peut grandement varier, en fonction d'autres influences sur le marché. Cela réunit les conditions potentielles d'un risque systémique bien plus important dans le secteur que si des niveaux élevés de rachat ne se produisaient que rarement ou de manière isolée. Et, à mesure que le secteur s'accroît, cet état de fait devient, à son tour, un facteur plus important de risque systémique global.

⁽¹⁾ Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (JO L 302 du 17.11.2009, p. 32).

⁽²⁾ Directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010 (JO L 174 du 1.7.2011, p. 1).

⁽³⁾ «Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017», Association européenne des fonds et sociétés d'investissement, décembre 2017.

⁽⁴⁾ À souligner que depuis 2014, les AIF sont classés conformément à la définition réglementaire de la directive 2011/61/UE. Depuis lors, l'actif net a augmenté de plus de 25 %.

⁽⁵⁾ Comité européen du risque systémique, «EU Shadow Banking Monitor», n° 2, mai 2017.

La deuxième source principale de risque systémique provient de l'existence d'incitations à privilégier le rendement par rapport à la liquidité, ou à augmenter son levier afin d'atteindre un rendement qui attirera les investisseurs. Plus un fonds d'investissement a recours à l'effet de levier, moins il est susceptible de se montrer résistant en période de tensions sur le marché. En outre, plus un fonds d'investissement privilégie le rendement par rapport à la liquidité, moins il est susceptible d'être en bonne position pour faire face de façon ordonnée à des pics de la demande de remboursement de manière méthodique. Ce comportement pourrait être accentué si cet arbitrage en faveur du rendement n'apparaît pas clairement aux investisseurs potentiels, soit du fait que les actifs investis semblent liquides alors que cette liquidité n'est pas résiliente, soit du fait que l'effet de levier est intégré à des instruments dérivés et que son ampleur n'est pas transparente.

La troisième source de risque systémique a trait au fonctionnement du mécanisme de remboursement. Les fonds d'investissement ouverts peuvent donner lieu à un «avantage au premier sortant», au titre duquel les investisseurs demandant un remboursement ne supportent pas la totalité du coût d'un rachat anticipé, celui-ci étant reporté sur les autres détenteurs de parts. Pour les gestionnaires de fonds il s'agit également d'une question de réputation pouvant les rendre peu enclins à suspendre les remboursements, même lorsque cela serait dans l'intérêt des investisseurs, alors qu'ils doivent concilier, d'une part, la mise à disposition de liquidités aux investisseurs ayant demandé des remboursements tant que le fonds en dispose et, d'autre part, la réalisation du caractère suffisamment exceptionnel des circonstances pour justifier une suspension.

La quatrième source de risque systémique provient du fait que le fonctionnement du mécanisme de rachat dépend de la liquidité du marché. Pour nombre des instruments dans lesquels investissent les fonds, la liquidité dépend traditionnellement des teneurs de marché et varie dans le temps et en fonction des instruments. Des événements récents — notamment des baisses de la volatilité, un recours accru au courtage électronique, la fragmentation des sources de liquidité et une diminution des portefeuilles d'actifs détenus par les teneurs de marché habituels tels que les banques et les courtiers-négociants, ainsi que des facteurs cycliques tels que la politique monétaire — indiquent que la structure de l'apport de liquidités peut évoluer avec le temps (même si les recherches en cours n'ont pas encore trouvé de preuve unanime de réduction de la liquidité en ce moment). Ces changements peuvent avoir une incidence sur la solidité de l'apport de liquidités lorsque les marchés sont soumis à des tensions. L'importance de ces changements dans la structure de la liquidité est difficile à prédire et, par conséquent, les fonds d'investissement pourraient se retrouver à dépendre de niveaux de liquidité moins résistants que prévu.

Il existe d'importantes interactions entre les caractéristiques des fonds d'investissement en matière d'effet de levier, de liquidité et de remboursement. Les fonds d'investissement recourant à l'effet de levier qui sont confrontés à des appels de marge importants, à des retraits de financements ou à des décotes accrues ont la possibilité de procéder à des ajustements rapides s'ils détiennent des actifs pouvant être facilement liquidés. Néanmoins, si un fonds ayant fortement recours à l'effet de levier détient peu d'actifs liquides et qu'il est soumis à d'éventuels rachats à court terme ou modifications des conditions de prêts, il peut être amené à vendre rapidement des actifs sur des marchés moins liquides (vente au-dessous du pair) afin d'honorer ses obligations. Si, en cas d'appels de marge, un fonds peut être en mesure de suspendre les rachats dans l'intérêt des investisseurs, il devra rapidement obtenir des espèces à travers des financements d'urgence et/ou des ventes d'actifs afin d'éviter toute liquidation, ce qui pourrait potentiellement être à l'origine d'un important risque de contrepartie et avoir une forte incidence sur le prix des actifs.

Les banques centrales, les marchés et les régulateurs des marchés de valeurs mobilières ont soulevé des craintes quant à l'éventualité que les fonds d'investissement n'amplifient le risque systémique⁽¹⁾. Au niveau mondial, le Conseil de stabilité financière (CSF) a établi que les asymétries de liquidité des fonds d'investissement et leur recours à l'effet de levier donnent lieu à des vulnérabilités structurelles potentiellement importantes dans le secteur de la gestion des fonds. Par la suite, le CSF a souligné combien il était important de s'intéresser et de répondre aux vulnérabilités structurelles potentielles associées aux asymétries de liquidité des fonds d'investissement et à leur recours à l'effet de levier, qui pourraient faire peser des risques sur la stabilité financière. Le CSF recommande par exemple aux autorités de contrôler le recours à l'effet de levier par les fonds et d'intervenir lorsque cela s'avère nécessaire⁽²⁾.

⁽¹⁾ Voir les documents et discours suivants: Banque d'Angleterre, *Financial Stability Report — December 2015*; AEMF, *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities* n° 2, 2015; BCE, *Financial Stability Review*, mai 2016; Conseil de surveillance de la stabilité financière, «*Update on Review of Asset Management Products and Activities*», avril 2016; discours de Vítor Constâncio intitulé «*Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union*», avril 2016; discours de Steven Maijoor intitulé «*Measuring and assessing stability risks in financial markets*», mai 2015; et discours de Mary Jo White intitulé «*Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry*», décembre 2014.

⁽²⁾ Conseil de stabilité financière, «*Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*», janvier 2017.

Cadre réglementaire actuel relatif à la liquidité et à l'effet de levier des fonds d'investissement

En Europe, le cadre réglementaire régissant la gestion de la liquidité et de l'effet de levier des fonds d'investissement repose sur les directives 2009/65/CE et 2011/61/UE. Ces deux directives constituent la base pour déterminer la manière dont les fonds d'investissement en Europe doivent gérer leur liquidité et leur endettement, et servent de point de départ à l'évaluation du risque systémique découlant des asymétries de liquidité et du recours à l'effet de levier au sein des fonds d'investissement.

Les OPCVM sont des fonds d'investissement hautement réglementés. Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) sont des fonds d'investissement qui investissent dans des actifs éligibles, comme les dépôts en espèces et assimilés, les obligations, les actions, les instruments du marché monétaire et dans d'autres fonds d'investissement (voir encadré 1a). En théorie, les OPCVM sont moins sujets aux asymétries de liquidité du fait que tant leur actif que leur passif sont censés être échangés dans des délais courts. Ils peuvent investir uniquement dans des valeurs mobilières ou dans d'autres actifs financiers liquides dont les règles d'éligibilité sont détaillées dans une directive spécifique⁽¹⁾. Les OPCVM sont tenus (sous peine d'une éventuelle suspension du fonds d'investissement) de rembourser la part d'un investisseur sur réception d'une demande du détenteur: cela signifie que les OPCVM doivent autoriser les rachats au minimum deux fois par mois, bien que nombre d'entre eux les permettent sur base quotidienne ou hebdomadaire. En ce qui concerne l'effet de levier, les OPCVM opèrent dans le cadre de limites réglementaires. Les OPCVM peuvent avoir recours à l'effet de levier financier à travers des emprunts de liquidités non garantis qu'à hauteur de 10 % de leur actif et pour autant que ces emprunts ne soient que temporaires (voir encadré 1b). En conséquence, les OPCVM ayant recours tant à des emprunts de liquidité qu'à des opérations de financement sur titres ou des produits dérivés peuvent recourir à l'effet de levier à hauteur de 2,1 fois leur valeur d'actif nette (*net asset value*, NAV) au maximum.

Les fonds d'investissement alternatifs (*alternative investment funds*, AIF) sont des fonds d'investissement autorisés à investir dans des actifs similaires à ceux des OPCVM mais qui ne sont pas soumis à des restrictions aussi détaillées en matière de diversification, de liquidité et d'effet de levier. Les AIF peuvent également investir dans des instruments financiers qui ne constituent pas des actifs éligibles pour les OPCVM, comme les actions non cotées, le capital-risque, les biens immobiliers, les matières premières physiques et d'autres actifs alternatifs. Il est néanmoins demandé aux gestionnaires de mettre en place des procédures de gestion de la liquidité lorsqu'ils gèrent des AIF ouverts ou des AIF fermés recourant à l'effet de levier. Cela comprend l'alignement de la stratégie d'investissement, du profil de liquidité et de la politique de remboursement du fonds, ainsi que la fixation de limites adéquates de gestion de la liquidité et la mise en place de tests de résistance (voir encadré 1a). À noter que les gestionnaires de fonds d'investissement alternatif, (*alternative investment fund managers*, AIFM) actifs en dessous de certains seuils⁽²⁾ peuvent ne pas être soumis aux mêmes exigences, auquel cas ils ne pourront pas bénéficier du passeport disponible en vertu de la directive 2011/61/UE pour la commercialisation dans d'autres juridictions de l'Union. En ce qui concerne l'effet de levier, les AIF opèrent indépendamment de toutes limites réglementaires. Les AIF doivent uniquement rendre compte de leur utilisation de l'effet de levier (voir encadré 1b).

Encadré 1a: Cadre réglementaire actuel relatif à la liquidité des fonds d'investissement

Directive 2009/65/CE — OPCVM

Fréquence de négociation. Les OPCVM doivent proposer des mécanismes permettant le rachat ou le remboursement des parts à la demande des investisseurs du fonds. Cela implique que les OPCVM doivent permettre les demandes de remboursement au moins deux fois par mois⁽³⁾, bien que de nombre d'entre eux permettent les remboursements sur base quotidienne ou hebdomadaire⁽⁴⁾.

Procédures de négociation. La directive 2009/65/CE ne précise pas les procédures de négociation que doivent suivre les OPCVM. Dans la pratique, un délai de négociation pour la réception des demandes sera fixé antérieurement au moment de l'évaluation — qui pourrait se produire des heures ou des jours plus tard. En outre, les OPCVM débourseront en général les sommes à rembourser conformément aux procédures de règlement définies dans la documentation du fonds, qui pourrait prévoir un délai de trois à cinq jours après le moment de l'évaluation⁽⁵⁾. Conformément à ces procédures de négociation, il existe un délai entre l'heure limite de réception des demandes et la date limite de paiement des sommes à rembourser. Cela donne aux sociétés de gestion d'OPCVM le temps de vendre les placements et d'obtenir des liquidités pour payer les sommes à rembourser si nécessaire.

⁽¹⁾ Directive 2007/16/CE de la Commission du 19 mars 2007 portant application de la directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), en ce qui concerne la clarification de certaines définitions (JO L 79 du 20.3.2007, p. 11).

⁽²⁾ AIFM gérant des AIF dont le total des actifs est inférieur à 100 millions d'euros ou des AIF dont le total des actifs est inférieur à 500 millions d'euros, pour autant que ces AIF n'ont pas eu recours à l'«effet de levier» et qu'il n'existe aucun droit de remboursement pour une période de cinq années suivant la date du placement initial dans chaque AIF.

⁽³⁾ Les autorités compétentes nationales (ACN) peuvent permettre aux OPCVM de réduire cette fréquence à une fois par mois «à condition que cette dérogation ne porte pas préjudice aux intérêts des porteurs de parts». Néanmoins, cette possibilité n'a pas été transposée dans le droit national par tous les États membres.

⁽⁴⁾ Voir, par exemple, l'article 76 de la directive 2009/65/CE.

⁽⁵⁾ Les fonds monétaires à NAV constante peuvent proposer des transactions le jour même.

Actifs éligibles. Les OPCVM sont soumis à des règles détaillées en matière d'actifs éligibles et sont par conséquent tenus d'investir principalement dans des actifs liquides. Il s'agit notamment: de valeurs mobilières liquides cotées et d'instruments du marché monétaire; d'instruments dérivés négociés sur les marchés organisés; et de dépôts bancaires qui sont remboursables sur demande ou qui comprennent des droits de retrait et dont l'échéance est inférieure ou égale à douze mois ⁽¹⁾. Afin de davantage maintenir la liquidité, il existe des critères indiquant les marchés sur lesquels des actifs éligibles doivent être cotés ou négociés ⁽²⁾.

Diligence requise préalablement à l'investissement. Avant qu'une société de gestion d'un OPCVM n'effectue un investissement, elle doit notamment effectuer des analyses concernant la contribution de l'investissement à la composition, à la liquidité et au profil de risque et de rémunération du portefeuille du fonds de l'OPCVM ⁽³⁾.

Gestion des risques. Dans le cadre de ses procédures de gestion des risques, une société de gestion d'OPCVM doit suivre une procédure appropriée de gestion du risque de liquidité afin de garantir que chacun des OPCVM qu'elle gère est capable de se conformer, en toutes circonstances prévisibles, y compris en situation de tensions, à ses obligations de remboursement de parts si un détenteur le demande. Le cas échéant, une société de gestion d'OPCVM doit procéder à des tests de résistance pour évaluer le risque de liquidité de l'OPCVM dans des conditions exceptionnelles ⁽⁴⁾.

Compensation des souscriptions et des remboursements. Lorsqu'un fonds d'OPCVM reçoit des ordres de souscription et de remboursement relatifs au même jour de transaction, il fait correspondre les transactions de parts et utilise les sommes de souscriptions reçues pour payer une partie ou la totalité des demandes de remboursement, ce qui réduit ou élimine tout besoin de vendre des investissements sous-jacents pour obtenir des liquidités afin de rembourser les investisseurs sortants.

Directive 2011/61/UE sur les AIFM

Procédures de négociation. Comme dans le cas des OPCVM, la directive 2011/61/UE ne précise pas les procédures que doivent suivre les AIF en matière de négociation. Un AIFM mettra sur pied des procédures de négociation qui sont appropriées aux fonds gérés et qui lui octroient suffisamment de temps pour vendre des investissements afin d'obtenir des liquidités pour payer les sommes à rembourser.

Gestion des risques. L'article 15 de la directive 2011/61/UE présente des dispositions similaires à celles de la directive 2009/65/CE concernant la diligence requise préalablement à l'investissement (voir explications ci-dessus). Cet article prévoit, dans le cadre de la gestion des risques des AIFM, que les risques associés à chaque position d'investissement du AIF et leur effet global sur le portefeuille du AIF puissent être détectés, mesurés, gérés et suivis de manière appropriée à tout moment, notamment par des procédures de test de résistance appropriées. La directive 2011/61/UE exige en outre des gestionnaires qu'ils veillent à ce que la stratégie de placement, le profil de liquidité et la politique de remboursement soient cohérents pour chaque AIF qu'ils gèrent ⁽⁵⁾. Un AIFM doit disposer de systèmes de gestion de la liquidité appropriés pour suivre le risque de liquidité du AIF et garantir que le profil de liquidité des investissements du AIF est conforme à ses obligations sous-jacentes. En outre, tout AIFM doit effectuer régulièrement des tests de résistance, aussi bien dans des conditions normales que dans des conditions exceptionnelles de liquidité, pour évaluer le risque de liquidité des AIF et en effectuer le suivi ⁽⁶⁾. Ces obligations sont complétées par des règles détaillées de niveau 2 relatives à la gestion de la liquidité ⁽⁷⁾.

Compensation des souscriptions et des remboursements. Comme dans le cas des OPCVM, un AIFM peut compenser des ordres de souscription et de remboursement dans un AIF ouvert.

⁽¹⁾ Des règles détaillées supplémentaires en matière d'actifs éligibles s'appliquent aux OPC monétaires, qu'ils soient constitués comme OPCVM ou AIF (par exemple, des règles relatives au portefeuille concernant des actifs à échéance journalière et hebdomadaire). Voir règlement (UE) 2017/1131.

⁽²⁾ L'admission à la négociation ne garantit toutefois pas la liquidité. Néanmoins, le fonds d'un OPCVM peut être tributaire d'une admission, à moins qu'il ne soit, ou soit supposé être, conscient de circonstances indiquant qu'un actif spécifique n'est pas liquide. Dans ce cas de figure, le fonds d'OPCVM doit évaluer la liquidité de la valeur mobilière afin de pouvoir déterminer si son ajout au portefeuille compromettrait la liquidité du portefeuille.

⁽³⁾ Voir, par exemple, l'article 23, paragraphe 4, de la directive 2010/43/UE de la Commission du 1^{er} juillet 2010 portant mesures d'exécution de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles, les conflits d'intérêts, la conduite des affaires, la gestion des risques et le contenu de l'accord entre le dépositaire et la société de gestion (JO L 176 du 10.7.2010, p. 42).

⁽⁴⁾ Voir, par exemple, l'article 40, paragraphe 3, de la directive 2010/43/UE.

⁽⁵⁾ Voir, par exemple, l'article 16, paragraphe 2, de la directive 2011/61/UE.

⁽⁶⁾ Voir, par exemple, l'article 16, paragraphe 1, de la directive 2011/61/UE.

⁽⁷⁾ Voir, par exemple, les articles 46 à 49 du règlement délégué (UE) n° 231/2013 de la Commission, du 19 décembre 2012, complétant la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les dérogations, les conditions générales d'exercice, les dépositaires, l'effet de levier, la transparence et la surveillance (JO L 83 du 22.3.2013, p. 1).

Encadré 1b: Cadre réglementaire actuel relatif au recours à l'effet de levier par les fonds d'investissement**Directive 2009/65/CE — OPCVM**

Emprunts. Les OPCVM peuvent avoir recours à l'effet de levier financier en empruntant à hauteur de maximum 10 % de leur actif, pour autant que cet emprunt ne soit que temporaire. Un tel emprunt peut être utilisé en cas de déficit temporaire de liquidités, par exemple lorsque des sommes à rembourser doivent être versées avant la réception de fonds par l'OPCVM à la suite de la vente de placements.

Recours à l'effet de levier synthétique En ce qui concerne le recours à l'effet de levier synthétique via l'exposition à des instruments dérivés, les OPCVM peuvent créer des expositions synthétiques — telles que calculées dans le cadre de la méthode du calcul de l'engagement — jusqu'à hauteur d'un montant égal à leur NAV totale. En conséquence, les OPCVM peuvent avoir recours tant à des emprunts qu'à des instruments dérivés pour utiliser l'effet de levier à hauteur de maximum 2,1 fois leur NAV. Au titre de la directive 2009/65/CE, les ACN peuvent également autoriser les OPCVM à calculer leur risque global à travers une méthode de risque potentiel de perte maximale (*value-at-risk*, VaR) ou d'autres méthodes avancées de mesure du risque au lieu de la méthode du calcul de l'engagement. Pour ces fonds, le recours à l'effet de levier n'est qu'indirectement restreint par le biais des limites sur le risque de marché du fonds, comme expliqué dans les lignes directrices de niveau 3 du CERVM⁽¹⁾. Ainsi, les fonds qui ont recours à la méthode VaR *absolue* sont limités à une VaR absolue inférieure ou égale à 20 % de la NAV (sur une période de 20 jours). À l'inverse, les fonds appliquant la méthode VaR *relative* sont limités à un montant inférieur ou égal au double du risque de perte sous un modèle VaR donné d'un portefeuille similaire mais ne recourant pas à l'effet de levier. Il est important de noter que ces méthodes VaR permettent potentiellement des effets de levier bien plus importants que ceux qui seraient permis au titre de la méthode du calcul de l'engagement, en fonction de la volatilité des actifs sous-jacents. Les réponses à une enquête concernant 11 juridictions au sein de l'Union indiquent que le sous-ensemble de fonds d'OPCVM appliquant des méthodes VaR pour calculer le risque global pourrait représenter entre 27 % et 50 % du secteur des OPCVM de l'Union en termes de NAV.

Directive 2011/61/UE sur les AIFM

Emprunts et recours à l'effet de levier synthétique. Les AIF opèrent indépendamment de toutes limites réglementaires à l'effet de levier. Au titre de la directive 2011/61/UE, les fonds doivent uniquement rendre compte de leur utilisation de l'effet de levier. Nonobstant ce fait, la directive 2011/61/UE permet aux autorités compétentes d'imposer des limites relatives au niveau de levier employé par les gestionnaires de fonds dans leurs AIF, ainsi que d'autres restrictions en matière de gestion des risques, afin de limiter «la mesure dans laquelle l'utilisation de l'effet de levier contribue à l'accroissement du risque systémique dans le système financier ou aux risques de désorganisation des marchés». Aucune autorité n'a jusqu'à présent mis en œuvre cet outil, et aucun cadre à l'échelle européenne soutenant une mise en œuvre harmonisée des exigences macroprudentielles en matière d'effet de levier n'a été élaboré.

II. Recommandation du CERS en matière de risques de liquidité et d'effet de levier dans les fonds d'investissement**II.1 Recommandation A — Outils de gestion de la liquidité en matière de remboursement****II.1.1 Logique économique et effets escomptés****Recommandation A(1) — Disponibilité d'outils supplémentaires de gestion de la liquidité**

Le cadre réglementaire régissant la gestion de la liquidité des fonds d'investissement au sein de l'Union doit être élargi. Les dispositions relatives à la gestion de la liquidité dans les directives 2009/65/CE et 2011/61/UE ont été généralement adéquates par le passé. Néanmoins, la croissance continue du secteur des fonds d'investissement, combinée à une augmentation de son activité de transformation de la liquidité, pourrait entraîner un accroissement des risques pesant sur la stabilité financière auxquels une réponse doit être apportée.

Des outils de gestion de la liquidité appropriés pourraient limiter les asymétries de liquidité se produisant dans les OPCVM et les AIF ouverts, ce qui réduirait les risques pesant sur la stabilité financière dans les marchés. Les asymétries de liquidité concernent particulièrement les fonds ouverts qui proposent fréquemment des possibilités de remboursement mais investissent dans des actifs qui, dans certains cas, ne peuvent pas être vendus rapidement sans incidence matérielle sur leur prix de marché. De nombreux fonds ouverts permettent des remboursements quotidiens, mais pas tous. Au titre des dispositions des directives 2009/65/CE et 2011/61/UE, les gestionnaires de fonds sont responsables de déterminer la fréquence des remboursements (voir encadré 1a). Il existe un ensemble d'outils supplémentaires de gestion de la liquidité (*additional liquidity management tools*, a-LMT) qui peuvent contribuer à atténuer le risque de liquidité pour les fonds ouverts en réduisant l'avantage au premier sortant⁽²⁾ dans des conditions de tensions sur les marchés (*ex ante*) et en évitant la survenance d'une spirale de liquidité (*ex post*).

⁽¹⁾ CERVM, «Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS», 28 juillet 2010.

⁽²⁾ Pour une explication plus détaillée de ce concept, voir la section II.1 de l'annexe à la recommandation CERS/2012/1 du Comité européen du risque systémique du 20 décembre 2012 concernant les organismes de placement collectif monétaires (JO C 146 du 25.5.2013, p. 1).

Les outils *ex ante* peuvent être utilisés pour atténuer l'avantage au premier sortant et le risque systémique. En principe, ces outils peuvent être utilisés tant dans des conditions normales qu'en situation de tensions sur les marchés. L'objectif des outils *ex ante* tels que l'ajustement de la valeur liquidative (*swing pricing*) et les prélèvements anti-dilution est de traiter les clients équitablement, en garantissant que les investisseurs restants ne sont pas désavantagés par les actions des investisseurs sortants. Cela est censé supprimer toute incitation, pour les investisseurs, à racheter avant les autres dans le but de bénéficier de coûts inférieurs. Néanmoins, si des investisseurs sont déterminés à liquider leurs positions dans un fonds, ils le feront quels que soient les coûts associés. Ces outils n'atténuent par conséquent que l'avantage au premier sortant, mais pas nécessairement les pressions à la vente sur les marchés de l'actif sous-jacent.

Les outils *ex post* permettent aux gestionnaires de fonds de gérer la liquidité des fonds d'investissement en contrôlant ou limitant les flux de sortie. Ces outils libèrent habituellement les gestionnaires de l'obligation de vendre immédiatement des actifs (aux prix du marché ou en dessous) en réponse aux demandes de remboursement des investisseurs. Ils peuvent par conséquent avoir, dans une certaine mesure, l'effet d'une sorte de «disjoncteur» et atténuer la surveillance d'une spirale de liquidité. Les outils *ex post* sont habituellement utilisés en situation de tensions sur les marchés.

La disponibilité et la mise en œuvre d'un outil supplémentaire de gestion de la liquidité pour les fonds d'investissement varient fortement d'une juridiction à l'autre. Alors que la suspension des remboursements par le gestionnaire de fonds ou par l'ACN est explicitement autorisée par les directives 2009/65/CE et 2011/61/UE, cette dernière ne stipule aucun autre outil supplémentaire de gestion de la liquidité. Il existe par conséquent des différences d'une juridiction à l'autre en ce qui concerne la disponibilité d'un outil supplémentaire de gestion de la liquidité et les procédures spécifiques régissant son utilisation. Une enquête réalisée par l'OICV⁽¹⁾ ainsi qu'une enquête récente auprès des États membres de l'Union réalisée par l'AEMF⁽²⁾ indiquent que, dans certains États membres, un ensemble d'outils de cette nature sont à disposition, notamment le *swing pricing* et un prélèvement anti-dilution. Néanmoins, dans la plupart des États membres, les outils disponibles sont moins nombreux.

Les outils le plus couramment disponibles au sein des États membres de l'Union sont:

- les droits de remboursement,
- les plafonnements de rachats (*gates*),
- les remboursements en nature,
- les cantonnements d'actifs,
- la suspension des remboursements.

Le seul outil commun à l'ensemble des juridictions participantes est la suspension des remboursements. Ensuite, l'outil le plus couramment disponible est le remboursement en nature, qui est disponible dans 17 États membres.

Dans la plupart des États membres, les gestionnaires de fonds sont uniquement responsables de l'activation des outils de gestion de liquidités — les régulateurs ne jouent qu'un rôle limité dans le processus et ne peuvent pas activer les outils. Les gestionnaires de fonds n'ont pas besoin d'autorisation réglementaire pour activer la plupart des a-LMT. Seuls trois États membres requièrent une autorisation pour certains outils, et un seul pour le recours au pouvoir de suspendre les remboursements. Néanmoins, les outils de liquidité, ainsi que les circonstances dans lesquelles ils peuvent être utilisés, doivent habituellement figurer dans les documents constitutifs du fonds d'investissement, qui sont soumis à autorisation dans les États membres de l'Union européenne. Les régulateurs ne sont habituellement pas autorisés à activer des outils. L'exception générale en est la suspension des remboursements, qui peut être imposée par le régulateur si elle est considérée être dans l'intérêt public ce qui, vraisemblablement, comprend également les facteurs de stabilité financière. Dans un ensemble de juridictions, les ACN disposent du pouvoir d'activer des plafonnements de rachats (*gates*).

La disponibilité des outils est, dans certains cas, limitée à certains types de fonds d'investissement et/ou à des circonstances exceptionnelles. Dans des conditions normales, la possibilité de recourir à un outil supplémentaire de gestion de la liquidité varie. Dans certains États membres, certains outils peuvent être utilisés dans des circonstances normales, en général à la condition que leur éventuelle utilisation ait été stipulée au préalable dans les documents du fonds. Dans d'autres États membres, l'utilisation de certains outils est limitée aux circonstances exceptionnelles. Dans tous les États membres, le recours au pouvoir de suspendre les remboursements est uniquement limité aux circonstances exceptionnelles.

⁽¹⁾ L'enquête de l'OICV concerne tant des États membres que des pays non membres de l'Union. Le présent rapport est axé sur les réponses de 11 États membres de l'Union participant. Disponible à l'adresse: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD517.pdf>.

⁽²⁾ Pour plus d'informations, voir tableau A1 de l'annexe.

Les orientations fournies par les régulateurs relatives à l'utilisation des outils supplémentaires de gestion de la liquidité sont hétérogènes et différent pour chaque outil. Un délai maximum n'est pas toujours fixé vis-à-vis de l'application de la suspension des remboursements, et trois États membres ne fournissent aucune orientation quant au recours à la suspension des remboursements. En ce qui concerne les autres a-LMT, il est rare que des définitions formelles existent, bien que les États membres disposent habituellement d'une compréhension générale des outils. Dans la plupart des cas, il n'existe aucune disposition réglementaire spécifique dans la législation nationale ou orientation de l'ACN relative à l'utilisation de ces outils.

Le CSF a identifié les asymétries de liquidité comme une vulnérabilité structurelle potentielle pour les fonds d'investissement ouverts et a suggéré que les outils de gestion du risque de liquidité soient plus largement disponibles. La disponibilité d'un ensemble diversifié d'outils de gestion de la liquidité ex ante et ex post dans l'ensemble des États membres améliorerait la capacité de réaction à des situations de tensions sur la liquidité et réduirait par conséquent les risques pour la stabilité financière. Les ACN et les gestionnaires de fonds d'investissement ont également indiqué, dans leurs réponses à une consultation réalisée par la Commission, qu'ils se féliciteraient d'une plus large disponibilité des outils de gestion de la liquidité⁽¹⁾.

Les effets transfrontaliers accentuent le besoin d'un cadre réglementaire davantage harmonisé. Du fait que les OPCVM et les AIF investissent et opèrent souvent sur une base transfrontalière, l'incidence potentielle de problèmes de liquidité ne se limite pas aux juridictions dans lesquelles les OPCVM et AIF respectifs sont établis. La contagion pourrait, dès lors, contribuer à des spirales de liquidité avec effets transfrontaliers. Par conséquent, un ensemble homogène d'outils de gestion de la liquidité doit être disponible au sein de l'Union. Cela fournira aux fonds d'investissement un ensemble commun d'a-LMT, que les gestionnaires de fonds pourraient évaluer et, le cas échéant, inclure dans les documents constitutifs de leurs fonds afin d'atténuer les risques de liquidité transfrontaliers. Le pouvoir de tout AIF ou OPCVM de suspendre les remboursements en situation de tensions sur les marchés devrait systématiquement figurer dans ses documents constitutifs.

Cette recommandation a pour objet non seulement de renforcer la disponibilité des outils de gestion de la liquidité, mais aussi de faciliter leur activation. Les gestionnaires de fonds pourraient se montrer réticents à utiliser certains outils de gestion de la liquidité pour plusieurs raisons, notamment des préoccupations quant à leur réputation ou concernant la contagion. L'activation d'un outil peut entraîner des retombées ayant une incidence sur d'autres fonds d'investissement gérés par le même gestionnaire de fonds. Dans certains cas, même des fonds d'investissement gérés par des gestionnaires différents mais présentant une concentration de portefeuille similaire peuvent être affectés. Par conséquent, l'insertion d'un outil supplémentaire de gestion de la liquidité dans les documents constitutifs d'un fonds d'investissement pourrait ne pas suffire à réduire de manière efficace le risque de liquidité associé au fonds si le gestionnaire est réticent à appliquer cet outil dans la pratique. Les gestionnaires de fonds doivent par conséquent garantir que la capacité opérationnelle et les plans d'urgence nécessaires pour l'activation en temps opportun d'un outil supplémentaire de gestion de la liquidité sont en place. Tout prospectus de fonds d'investissement ou toutes informations pré-contractuelles dévoilées aux investisseurs doivent, dès lors, décrire l'ensemble des a-LMT figurant dans les documents constitutifs, leurs objectifs et la manière dont ils sont utilisés. Cela apportera de la clarté et familiarisera les investisseurs à des outils qui sont rarement utilisés.

L'objet de cette recommandation est d'encourager une approche cohérente de l'utilisation des outils de gestion de la liquidité dans les États membres. Afin de garantir l'application cohérente d'un outil supplémentaire de gestion de la liquidité dans les États membres, la proposition législative doit obliger l'AEMF à élaborer des orientations de haut-niveau relatives à la manière dont un tel outil doit être mis en œuvre dans le processus de gestion de la liquidité d'un fonds d'investissement et aux exigences en matière de transparence et de communication devant être définies. Afin de mieux comprendre les effets des a-LMT sur la stabilité financière, le CERS doit collaborer avec l'AEMF sur les questions macroprudentielles. Les gestionnaires de fonds doivent rendre compte aux ACN en ce qui concerne la mise en œuvre et l'utilisation de ces outils. Afin d'éviter toute lourde procédure de déclaration relative à un quelconque outil supplémentaire de gestion de la liquidité utilisé de manière régulière ou constante, cette obligation pourrait uniquement concerner l'utilisation de ces outils en situation de tensions sur les marchés.

Les outils de gestion de la liquidité ex ante pourraient servir à atténuer l'intensification et l'incidence du risque systémique, tandis que les outils de gestion de la liquidité ex post pourraient être activés en situation de tensions sur les marchés, lorsque les fonds d'investissement sont confrontés à des flux de sorties importants. Ces deux types d'instruments contribueraient par conséquent à faire face aux risques pesant sur la stabilité financière du fait des asymétries de liquidité dans les fonds d'investissement. Il est, dès lors, recommandé que ces deux types d'instruments soient disponibles au niveau de l'Union. L'encadré 2 explique de manière plus détaillée les différents instruments tout en reconnaissant que certains des outils ne seront pas toujours adaptés ou nécessaires à tous les types de fonds d'investissement ouverts.

⁽¹⁾ «Consultation on the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) — Product Rules, Liquidity Management, Depository, Money Market Funds, Long-term Investments», disponible à l'adresse suivante: http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions_en.htm.

Encadré 2: Outils de gestion de la liquidité

Outils de gestion de la liquidité ⁽¹⁾ *ex ante*/hybrides ⁽²⁾

Le *swing pricing* a pour objet de protéger les détenteurs de parts de fonds d'investissement existants d'effets négatifs sur les prix causés par des transactions d'autres investisseurs. Le *swing pricing* peut être utilisé pour ajuster le prix des parts dans un fonds d'investissement afin de réaliser une contribution au coût des transactions du fonds résultant de l'activité des investisseurs ⁽³⁾. Dans la pratique, la NAV du fonds d'investissement est ajustée à la baisse (à la hausse) dans le cas d'importants flux de sorties (flux d'entrées) afin que les coûts de transaction soient supportés par les investisseurs achetant ou vendant les parts plutôt que par les investisseurs existants. Ces changements de prix, pour autant qu'ils soient compris par les investisseurs, devraient les inciter à adapter leur comportement de rachat et de souscription d'une manière qui contribue à stabiliser les flux nets des fonds d'investissement. Le *swing pricing* peut soit être appliqué à l'ensemble des souscriptions et des rachats par les investisseurs (*swing pricing* total), soit uniquement aux souscriptions et aux rachats au-delà d'un certain seuil (*swing pricing* partiel). Dans le cas d'un *swing pricing* partiel, un seuil y afférent est déterminé, et dès que les flux de sorties nets dépassent ce seuil, la NAV du fonds d'investissement est ajustée à la baisse, et vice versa. Ces seuils peuvent être variables, de sorte que le mécanisme puisse être ajusté en fonction des conditions de marché/de liquidité, limitant de ce fait le comportement d'optimisation des investisseurs (en empêchant les investisseurs d'anticiper le recours au *swing pricing* et d'agir en conséquence). En conditions de *swing pricing* total, la NAV est ajustée de manière continue, selon que se produisent des flux nets d'entrées ou de sorties. Le *swing pricing* est un outil capable d'influencer de manière efficace le comportement de rachat et de souscription des investisseurs, stabilisant le rendement des fonds, et réduisant l'éventualité de tout avantage au premier sortant et des ventes d'urgence associées. Néanmoins, les investisseurs déterminés à se retirer d'un fonds le feront, même si des coûts de *swing pricing* en résultent. Du fait qu'il peut y avoir plusieurs NAV, l'utilisation de l'outil de *swing pricing* pourrait s'avérer plutôt complexe et coûteuse, et elle pourrait être impossible pour fonds d'investissement de petite taille.

De même, les prélèvements anti-dilution impliquent le paiement de frais supplémentaires au fonds d'investissement par les investisseurs lorsqu'ils souscrivent ou rachètent des parts. Les souscriptions à un fonds d'investissement et les rachats y afférents peuvent avoir une incidence sur la valeur du fonds. C'est notamment le cas lorsque des parts de fonds sont non seulement transférées entre acheteurs et vendeurs, mais qu'un déséquilibre entre acheteurs et vendeurs exige du gestionnaire de fonds qu'il achète ou vende des actifs sous-jacents. Cela impliquera des frais de transaction, taxes et coûts de liquidité qui auront une incidence sur la NAV du fonds d'investissement, créant ainsi de la dilution. Un prélèvement anti-dilution couvre ces coûts de transactions.

Le *swing pricing* et les prélèvements anti-dilution découragent les comportements procycliques, bien que seul le *swing pricing* encourage les comportements anticycliques. Contrairement au *swing pricing*, les prélèvements anti-dilution n'incitent pas les investisseurs à agir de façon contracyclique (à savoir souscrire en phase de remboursement) du fait que, dans ce cas de figure, les investisseurs ne bénéficient pas des prix de vente ou de rachat plus favorables créés par le *swing pricing*. Ni les prélèvements anti-dilution, ni le *swing pricing* ne génèrent de coûts supplémentaires pour le fonds d'investissement — ils ne font que modifier la manière dont les coûts sont répercutés sur les investisseurs.

Outil de gestion de la liquidité *ex post*

Les plafonnements de rachats (remboursements différés ou *gates*) retardent temporairement les remboursements. Un plafonnement de rachats est un report temporaire du droit dont disposent les actionnaires de racheter leurs parts. Ce report peut être complet, de sorte que les investisseurs ne peuvent pas du tout racheter leurs parts, ou partiel, de sorte que les investisseurs ne peuvent racheter qu'une certaine portion de leurs parts. Les plafonnements de rachats (*gates*) peuvent également être conçus de telle sorte que lorsque les demandes de remboursement dépassent un certain

⁽¹⁾ Le test de résistance est un autre outil de liquidité essentiel. Cet outil teste les pratiques de gestion de la liquidité par rapport à des situations de tensions importantes ayant le potentiel d'exposer les fonds à de graves problèmes de liquidité. Le test de résistance faisant l'objet d'une recommandation séparée, ce sujet n'est pas abordé ici (voir recommandation C).

⁽²⁾ Étant donné que les ajustements de la NAV peuvent être réalisés *ex post*, ces outils peuvent également être considérés comme hybrides, à savoir mis en œuvre *ex ante* mais activés *ex post*.

⁽³⁾ Le *swing pricing* est le mécanisme utilisé par les fonds à prix uniques; les fonds à doubles prix disposent de mécanismes similaires permettant au gestionnaire de fonds de déterminer à quel niveau fixer le prix des transactions entre les prix auxquels les parts sont créées et annulées, afin de garantir que le coût des transactions du fonds est supporté par les investisseurs entrants ou sortants, le cas échéant.

seuil (par exemple 10 % de la NAV pour un fonds d'investissement proposant des transactions quotidiennes ou hebdomadaires), une société de gestion de fonds peut décider de reporter toutes demandes de remboursement au-delà de ce seuil à la prochaine période de transactions. En situation de tensions sur les marchés, les plafonnements de rachats (*gates*) accordent davantage de temps et de flexibilité aux gestionnaires de fonds pour réagir aux rachats des investisseurs et garantir la vente ordonnée d'actifs sous-jacents. Cela peut diminuer le risque de ventes d'urgence.

Les remboursements en nature libèrent le gestionnaire de fonds du besoin de liquider de grandes quantités d'actifs en cas de rachats à grande échelle. Un gestionnaire de fonds peut décider d'honorer une demande de remboursement en transférant des valeurs mobilières, au lieu de liquidités, au détenteur de parts à l'origine de la demande. Étant donné qu'un vague ponctuelle de vente d'actifs peut avoir une forte incidence sur le marché, les remboursements en nature peuvent protéger les investisseurs restant dans le fonds d'investissement des coûts élevés de liquidation qui auraient sinon pu être engendrés. Ce mécanisme peut être adapté aux ordres de rachat donnés par des investisseurs institutionnels. Néanmoins, il est en général moins adapté aux rachats par des investisseurs particuliers car il peut s'avérer impossible de rembourser des actions uniques du fonds d'investissement en nature, et ce procédé peut également entraîner des coûts élevés en termes opérationnels et de réputation. Alors que les investisseurs peuvent vendre des actifs remboursés en nature de la même manière que les gestionnaires de fonds, ils seraient alors contraints d'internaliser les coûts de ces ventes, au lieu de les répartir sur l'ensemble des investisseurs du fonds. L'incidence sur le marché (et donc sur la stabilité financière) pourrait, néanmoins, être identique, que ce soit le fonds d'investissement lui-même ou les investisseurs qui vendent les actifs sous-jacents.

Les cantonnements d'actifs (*side pockets*) permettent de séparer les investissements illiquides des investissements liquides restants dans le fonds. Cette approche présente deux avantages. Premièrement, les investisseurs ayant besoin de liquidités peuvent toujours se faire rembourser la partie liquide des placements du fonds et ce, vraisemblablement, à faible coût de liquidation. Deuxièmement, cette méthode protège les intérêts des investisseurs qui souhaitent rester dans le fonds, étant donné que le gestionnaire de fonds n'est pas obligé de liquider des actifs aux prix du marché ou en dessous s'il est confronté à une forte demande de remboursements. Les cantonnements d'actifs sont par conséquent particulièrement adaptés lorsqu'un fonds comporte des investisseurs aux intérêts différents, à savoir lorsque certains investisseurs souhaitent conserver leurs placements dans le fonds alors que d'autres souhaitent racheter leurs parts. Les pratiques varient entre États membres en ce qui concerne les règles régissant les circonstances dans lesquelles il peut être fait recours aux cantonnements d'actifs.

Les délais de préavis apportent davantage de flexibilité aux gestionnaires de fonds dans la gestion de leur liquidité. Un délai de préavis fait référence à la période de notification préalable dont les investisseurs doivent tenir compte pour avertir les gestionnaires de fonds lorsqu'ils rachètent leurs placements. Les délais de préavis sont souvent déjà stipulés dans les documents constitutifs d'un fonds d'investissement et donnent aux gestionnaires de fonds davantage de temps pour honorer les demandes de remboursement sans devoir immédiatement vendre des actifs au-dessous du pair.

La suspension des remboursements est un instrument de dernier recours au cours d'une crise de liquidité. Les suspensions fonctionnent comme des disjoncteurs, donnant aux gestionnaires de fonds davantage de temps, dans les situations de difficultés financières, pour liquider des actifs de manière ordonnée. Au lieu de devoir prendre des décisions hâtives et de liquider à tout prix, les gestionnaires de fonds obtiennent davantage de temps pour trouver la solution optimale. En outre, ce délai supplémentaire peut permettre aux gestionnaires de fonds et aux superviseurs de mieux communiquer les raisons des tensions aux investisseurs, ce qui évite ainsi toute panique éventuelle. Les suspensions sont donc largement considérées comme un outil important pour gérer les rachats à grande échelle en période de crise. Néanmoins, les suspensions peuvent imposer un coût social élevé aux investisseurs en les empêchant de se faire rembourser leurs investissements. En outre, il est à craindre que des investisseurs bien informés puissent être capables de prévoir une suspension des remboursements et chercher à racheter leurs parts avant les autres (par opposition à l'objectif initial de l'outil qui est d'atténuer l'avantage au premier sortant), voire même de déclencher une ruée.

Recommandations A(2) et A(3) — Dispositions complémentaires relatives au rôle des ACN et de l'AEMF en ce qui concerne la suspension des remboursements par les ACN avec implications sur la stabilité financière transfrontalière.

La suspension des remboursements est le seul outil disponible dans l'ensemble des États membres. En principe, la décision de suspendre les remboursements appartient avant tout, et à sa discrétion, au gestionnaire de fonds (voir encadré 2). L'ACN peut également ordonner la suspension des remboursements tant pour les OPCVM que pour les AIF, si cela est dans l'intérêt des détenteurs de parts ou du public.

Les gestionnaires de fonds pourraient ne pas suspendre les remboursements s'ils ne parviennent pas à internaliser l'effet de remboursements à grande échelle sur la stabilité financière. Une ruée sur un fonds d'investissement individuel peut à elle seule suffire à engendrer une panique générale parmi les investisseurs et des retraits massifs d'autres fonds. En conséquence, les fonds d'investissement peuvent également subir de graves crises de liquidité et être forcés de vendre d'importantes quantités d'actifs. Si les fonds d'investissement touchés sont de grande envergure par rapport au marché ou au secteur, il peut en résulter des réductions considérables des prix des actifs, entraînant une spirale à la baisse. La prévention des ruées et des ventes d'urgence à grande échelle qui en résultent revêt par conséquent une grande importance pour la stabilité globale du système financier.

Les gestionnaires de fonds pourraient ne pas suspendre les remboursements par crainte de nuire à leur réputation.

L'un des principaux obstacles au recours à la suspension des remboursements est une incidence potentiellement négative sur la réputation du gestionnaire de fonds. Étant donné que le besoin de procéder à une suspension pourrait facilement être attribué à une mauvaise gestion de la liquidité de la part du gestionnaire de fonds, celui-ci pourrait faire face à une perte durable de confiance dans son professionnalisme. Par conséquent, les gestionnaires de fonds pourraient ne pas recourir à la suspension des remboursements, même lorsque cela serait dans l'intérêt collectif de l'ensemble des investisseurs du fonds d'investissement. Dans certains autres cas, les gestionnaires de fonds pourraient également décider de ne pas ordonner la suspension des remboursements s'ils considèrent que cela ne serait pas dans l'intérêt des investisseurs dans leurs fonds. Dans ces cas de figure, lorsque les gestionnaires de fonds n'ont pas recours à la suspension des remboursements alors qu'une perspective macroprudentielle le justifie, les ACN doivent utiliser leur pouvoir de demander la suspension des remboursements.

Les systèmes de passeport au niveau de l'Union impliquent que des rôles et des responsabilités doivent être assignés aux ACN pour ordonner les suspensions. Les mécanismes de passeport permettent aux AIFM et aux sociétés de gestion d'OPCVM de négocier des parts ou des actions par-delà les frontières auprès d'investisseurs au sein de l'EEE. Ces mécanismes permettent également les activités de gestion transfrontalières par les gestionnaires de ces fonds d'investissement. Lorsqu'un fonds d'investissement est établi dans un État membre mais que l'AIFM ou la société de gestion d'OPCVM est basé dans un État membre différent, il peut s'avérer difficile de déterminer quelle ACN est responsable de la gestion des suspensions de remboursements ou le moment auquel une autorité est censée recourir à ses pouvoirs de suspension. Un manque de clarté dans l'assignation des responsabilités peut mener à des réactions insuffisantes ou tardives dans des conditions de tensions ou de rapide évolution sur le marché. Le partage des responsabilités et/ou l'attribution de responsabilité à l'autorité la moins bien informée pourrait par conséquent entraîner des conséquences négatives involontaires. Pour éviter cela, il est recommandé à la Commission de proposer que les rôles et responsabilités des ACN impliquées soient clarifiés dans la législation pertinente de l'Union.

D'autres autorités pertinentes, notamment l'AEMF et le CERS, doivent être notifiées avant que l'autorité responsable n'exerce son pouvoir d'ordonner la suspension des remboursements en cas d'implications sur la stabilité financière transfrontalière. Étant donné que le système des passeports permet la commercialisation des fonds sur base transfrontalière au sein de l'EEE, le fait d'ordonner la suspension des remboursements peut directement affecter les investisseurs et les marchés d'autres autorités concernées. Par conséquent, le fait d'ordonner la suspension des remboursements d'un certain fonds d'investissement peut également avoir des conséquences sur la confiance des marchés financiers et des investisseurs dans d'autres juridictions. Si les autorités concernées ne sont pas informées, de telles réactions de marché pourraient les prendre au dépourvu et freiner toute intervention réglementaire appropriée. Afin de pouvoir atténuer les risques potentiels pour la stabilité financière, il est recommandé à la Commission de proposer d'inclure dans la législation appropriée de l'Union l'obligation de fournir des informations préalables aux autorités pertinentes. Cette obligation doit néanmoins être formulée de manière à ne pas empêcher les ACN d'agir immédiatement en cas de crise.

L'AEMF devrait chercher à fournir des conseils et devrait faciliter et coordonner le recours des ACN à leurs pouvoirs de suspendre les remboursements en cas d'implications sur la stabilité financière transfrontalière. Compte tenu des spécificités nationales, l'AEMF devrait adopter un rôle de coordination et de conseil, afin de mettre en place des conditions équitables pour que les ACN aient recours à leurs pouvoirs de suspendre les remboursements, dans le but d'atténuer les risques pesant sur la stabilité financière. Ce rôle de coordination devrait notamment mettre l'AEMF aux avant-postes quant aux détails pratiques que les ACN doivent prendre en considération lorsqu'elles ont recours à leurs pouvoirs de suspendre les remboursements. En outre, il n'existe actuellement aucune définition homogène et précise de l'intérêt public. L'AEMF devrait encourager une compréhension commune parmi les ACN de la manière dont elles établissent le lien entre les dispositions pertinentes des directives 2009/65/CE et 2011/61/UE, d'une part, et la stabilité financière et le risque systémique, de l'autre, sans rendre les régulateurs prévisibles et générer davantage de risques. Ces dispositions faciliteront non seulement une approche plus harmonisée de la suspension des remboursements mais soutiendront également l'idée selon laquelle la suspension des remboursements doit devenir un outil fonctionnel pour contribuer à l'atténuation des risques pesant sur la stabilité financière.

II.1.2 Effets indésirables

Il existe un risque que des investisseurs institutionnels bien informés puissent anticiper l'activation d'un certain outil. Cela pourrait réduire ou contrer l'efficacité d'un outil, puisque les investisseurs essaieraient d'agir avant même l'activation de l'outil. Dans certaines circonstances, l'anticipation de l'activation d'un outil pourrait même entraîner des scénarios de ruée, déclenchant de ce fait l'apparition d'une spirale de liquidité. C'est pourquoi les orientations devraient éviter tout caractère automatique et prescriptif.

Les outils de gestion de la liquidité peuvent s'avérer utiles lorsque des situations de tensions persistent sur les marchés. Selon les circonstances de marché, les outils *ex post* pourraient avoir pour seul effet de reporter le problème de liquidité du fait qu'ils ne font que retarder les remboursements pour une durée limitée (par exemple, les plafonnements de rachats ou *gates*). Ils n'éliminent pas le problème lorsque des situations de tensions persistent sur les marchés et ne peuvent, par conséquent, pas remplacer les mesures structurelles telles que celles visant à résoudre les asymétries de liquidité excessifs.

II.2 Recommandation B — Dispositions supplémentaires pour réduire la probabilité de asymétries de liquidité excessifs

II.2.1 Logique économique et effets escomptés

Les fonds d'investissement gérant des actifs intrinsèquement moins liquides ne suscitent pas nécessairement de craintes en matière de stabilité financière. Donner accès à diverses classes d'actifs augmente l'efficacité du marché en

présentant davantage d'opportunités d'investissement et en améliorant l'accès aux financements des émetteurs de ces actifs. Du point de vue de la politique économique, permettre aux fonds d'investissement d'investir dans des classes d'actifs moins activement négociés, comme les actions non cotées, les obligations et prêts d'entreprise non notés, contribue également à la diversification des financements dans l'économie. Cela coïncide avec une augmentation de la demande des investisseurs qui recherchent davantage d'opportunités d'investissement dans le contexte d'un environnement persistant de faibles rendements.

Des risques pour la stabilité financière apparaissent en cas d'écart important entre la liquidité de ces actifs et la liquidité proposée aux investisseurs au travers des politiques de remboursement des fonds. Par rapport aux fonds d'investissement qui investissent dans des actifs liquides, où seul un nombre élevé de rachats aurait une incidence sur les prix du marché, l'obligation (sous peine d'éventuelle suspension du fonds) de vendre ne serait-ce qu'une petite quantité d'actifs moins liquides pourrait rapidement déboucher sur d'importantes amplifications de baisses de marché. La possibilité de procéder à des rachats fréquents est particulièrement problématique si cela entraîne les investisseurs à surestimer la liquidité des actifs détenus par les fonds d'investissement dans lesquels ils ont investi. Cela pourrait avoir comme résultat des ventes forcées, par exemple de la part d'investisseurs ayant recours à l'effet de levier.

Le fait de garantir que la politique de remboursement d'un fonds d'investissement ouvert soit structurellement alignée sur le profil de liquidité de ses actifs devrait réduire les risques associés aux ventes d'urgence. Les gestionnaires disposent de plusieurs solutions lorsqu'ils investissent massivement dans des actifs moins liquides. Par exemple, du côté de l'actif, la fixation de limites à la proportion d'actifs moins liquides dans lesquels un gestionnaire peut investir améliorerait la capacité du gestionnaire de fonds à rembourser, même en situation de tensions sur les marchés. Garantir la disponibilité de suffisamment d'actifs liquides réduirait l'avantage au premier sortant ainsi que le risque de ruée. Tout en remédiant aux asymétries de liquidité excessifs au niveau de chaque fonds, cela réduirait également l'ampleur des ventes collectives et le risque de ventes d'urgence. Enfin, cela réduirait la probabilité et la gravité d'un événement systémique.

Améliorer la capacité d'un fonds d'investissement à honorer les remboursements en situation de tensions sur les marchés réduit également la probabilité d'une suspension des remboursements. Le renforcement de la résilience structurelle des fonds d'investissement permettrait d'éviter toute dépendance excessive envers les outils supplémentaires de gestion de la liquidité, étant donné qu'une partie du commentaire médiatique fait spécifiquement référence à un effet non intentionnel potentiel de l'outil même que constitue la suspension⁽¹⁾.

Du côté du passif, les gestionnaires pourraient appliquer des politiques de remboursement et réduire la fréquence des remboursements proposés par un fonds d'investissement, et/ou imposer des délais de préavis aux investisseurs souhaitant procéder à des rachats auprès d'un fonds d'investissement. En cas de niveaux anormaux de flux de sorties, limiter les remboursements donnerait au gestionnaire de fonds davantage de temps pour liquider des actifs afin d'honorer les demandes de remboursement. Cela fournirait également plus de temps au marché pour trouver une solution aux préoccupations sous-jacentes, ou pour que ces préoccupations se dissipent naturellement (par exemple, fonds immobiliers au Royaume-Uni). Dans certains cas, cela pourrait permettre une certaine forme d'intervention générale de la part des autorités, ce qui pourrait contribuer à atténuer les tensions sous-jacentes immédiates. Dans le cas des délais de préavis, le fait de connaître la date d'échéance au préalable permettrait aux investisseurs, dans une certaine mesure, de planifier leur propre position de liquidité, ce que la suspension des remboursements ne permet pas.

Les fonds de placements immobiliers sont un exemple de fonds pouvant présenter de profondes asymétries de liquidité. Les fonds de placements immobiliers investissent habituellement dans des actifs sous-jacents moins liquides et sont sujets à d'importantes asymétries de liquidité lorsque leur structure est ouverte. Un risque systémique pourrait apparaître à la suite d'une combinaison d'asymétries de liquidité et de recours à l'effet de levier. Les investisseurs procédant à des rachats anticipés peuvent bénéficier de l'avantage au premier sortant, déclenchant ainsi une ruée, étant donné que ces fonds détiennent peu d'actifs liquides à disposition pour honorer les demandes de remboursement. À cause de l'effet de levier, ces demandes de remboursement pourraient contraindre le gestionnaire à vendre une proportion plus importante du portefeuille, avec l'incidence qui va de pair sur les prix des actifs. Au bout du compte, ces fonds d'investissement pourraient amplifier et répandre les risques à travers le reste du système financier⁽²⁾. Dans le cas des fonds de placements immobiliers au Royaume-Uni, les suspensions ont contribué à éviter des ventes à grande échelle et rapides de biens immobiliers commerciaux (*commercial real estate*, CRE) à la suite du référendum britannique sur l'appartenance à l'Union européenne (voir 3). Néanmoins, comme cela a été indiqué par la Banque d'Angleterre, il existe toujours une vulnérabilité sous-jacente qui pourrait apparaître du fait des asymétries de liquidité entre l'actif et le passif des fonds d'investissement. De futurs chocs sur le marché des CRE pourraient déclencher des cycles de rachats, de suspensions et de ventes au-dessous du pair.

(1) Pour des exemples de conséquences potentielles non intentionnelles liées à l'évolution récente des fonds immobiliers au Royaume-Uni, voir <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-11/the-week-brex-it-got-real-for-investors-in-frozen-property-funds> ou <https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1> (articles consultés en novembre 2017).

(2) Banque d'Angleterre, «*Financial Stability Report — November 2016*».

Encadré 3: Fonds immobiliers — le cas des fonds de placements immobiliers britanniques

Les fonds immobiliers de l'Union présentent des caractéristiques différentes. Les fonds immobiliers investissent habituellement dans des actifs moins liquides comme des biens immobiliers, des droits de propriété et des participations au capital de sociétés immobilières. Dans certaines juridictions, seuls les fonds immobiliers fermés sont autorisés. Dans ce cas, les investisseurs peuvent uniquement racheter des parts à des échéances prédéterminées et, en temps normal, uniquement à la date d'échéance du fonds d'investissement. Dans d'autres juridictions, les règles des fonds d'investissement et les documents d'offre des structures ouvertes donnent aux investisseurs le droit de demander un remboursement plus fréquent de leurs parts dans le fonds. Cela peut entraîner une transformation de la liquidité à grande échelle, notamment si ces fonds d'investissement proposent des remboursements hebdomadaires ou quotidiens.

Un exemple des préoccupations relatives aux fonds immobiliers a été observé au Royaume-Uni à la suite du référendum du 23 juin 2016. Entre juillet et décembre 2016, plusieurs des 19 organismes de placement collectif (OPC) agréés du Royaume-Uni ⁽¹⁾ investissant dans des biens immobiliers directs ont appliqué des mesures spéciales de liquidité sous une forme ou l'autre. Le marché immobilier britannique subissait des baisses de valeurs et des remboursements de fonds d'investissement depuis environ huit mois avant le référendum, et le vote de sortie a déclenché une augmentation des demandes de remboursement de la part des investisseurs. Quelques 15 fonds d'investissement proposant des transactions quotidiennes ont connu des remboursements cumulatifs à hauteur de 4,1 % de la NAV, voire 8 % de la NAV dans un cas. Parallèlement à cela, dix fonds d'investissement ont procédé à des ajustements d'évaluation à la juste valeur (*fair value pricing*, FVP) allant de 4 % à 15 %.

Les fonds d'investissement affectés ont adopté différentes méthodes pour recourir aux outils de gestion de la liquidité. Au cours de la première semaine de juillet, six fonds d'investissement à transactions quotidiennes, représentant environ 14,6 milliards de livres sterling, ont suspendu les remboursements (trois d'entre eux avaient également appliqué des ajustements de FVP). Un fonds d'investissement a repris les transactions avec mise en place d'un ajustement anti-dilution afin de refléter la décote requise pour procéder à la vente rapide d'un ensemble de biens. Les autres gestionnaires de fonds ont maintenu la suspension de leurs fonds d'investissement jusqu'à ce qu'ils jugent que l'évaluation des actifs s'inscrivait dans un contexte suffisamment clair. Les règles édictées par la Financial Conduct Authority (FCA) au Royaume-Uni exigent que tout gestionnaire de fonds réexamine au minimum tous les 28 jours les conditions justifiant une suspension, mais ne fixent pas de délai maximum pour le maintien de cette suspension.

Les niveaux des demandes de remboursement ont commencé à revenir à la normale à partir de la mi-juillet. Les fonds d'investissement qui avaient suspendu les remboursements ont progressivement commencé à reprendre les transactions (le dernier à la mi-décembre). Les fonds d'investissement proposant des liquidités mensuelles ou trimestrielles n'ont pas été confrontés à des niveaux de demandes de remboursement plus élevés que la normale ou sont parvenus à garantir la disponibilité de suffisamment de liquidités ou autres actifs liquides pour répondre à la demande.

Cet épisode a eu une incidence sur certains fonds d'investissement à capital variable, sans contagion toutefois sur d'autres classes d'actifs. La suspension des transactions a affecté certains fonds d'investissement à capital variable qui avaient investi dans des OPC pour obtenir une exposition sur l'immobilier en tant que classe d'actifs. 59 de ces fonds d'investissement, totalisant 2 milliards de livres sterling d'actifs sous gestion (*assets under management*, AuM), avaient investi dans les OPC qui avaient suspendu les transactions. Dans certains cas, cela a affecté leur capacité à remplir leurs obligations non-contractuelles, notamment les cessions ou les transferts, bien qu'il n'y ait pas eu d'incidence sur le paiement des prestations, ni à l'arrivée à échéance, ni au décès de personnes assurées.

La Banque d'Angleterre a averti de risques de contagion dans son *Financial Stability Report de juillet 2016* ⁽²⁾: Néanmoins, la nature de cet événement de marché a réduit le risque d'une incidence systémique potentielle. Ce choc n'était pas un événement de crédit généralisé, mais avant tout un événement spécifique au Royaume-Uni affectant les prix de l'immobilier. De plus, l'incidence des remboursements des fonds d'investissement à transactions quotidiennes a été bien contenue grâce à l'utilisation des outils dont disposaient déjà les fonds d'investissement. En outre, la valeur des fonds d'investissement affectés était limitée; en termes d'AuM, les OPC agréés investissant dans des biens immobiliers représentaient environ 2,7 % des fonds d'investissement ouverts britanniques (949,7 milliards de livres sterling). Au total, l'ensemble des fonds d'investissement ouverts détiennent environ 35 milliards de livres sterling d'immobilier commercial, soit moins de 10 % du marché (683 milliards de livres sterling).

⁽¹⁾ Ces fonds sont des AIF au titre de la directive 2011/61/UE, mais ils sont soumis à un agrément et une réglementation de droit britannique.

⁽²⁾ Banque d'Angleterre, «*Financial Stability Report — July 2016*».

Un autre exemple est celui des fonds obligataires investissant dans des titres moins bien notés ou non notés, qui peuvent présenter de fortes asymétries de liquidité. En décembre 2015 un grand fonds américain investi en obligations à haut rendement a annoncé la liquidation de son portefeuille ainsi que la suspension des remboursements. Le gestionnaire de fonds a estimé que, dans le contexte d'une réduction générale de la liquidité sur les marchés à revenu fixe, il n'était pas possible d'obtenir suffisamment de liquidités pour répondre aux demandes de remboursement sans vendre des actifs au-dessous du pair, désavantageant de ce fait les porteurs de parts restants. Ce phénomène était la conséquence de la faible liquidité intrinsèque des actifs détenus par le fonds, notamment des obligations d'entreprise notées CCC ou en dessous ou non notées (également dénommés «actifs dépréciés»), associée à un faible niveau de liquidités et d'autres actifs liquides.

La plupart des fonds d'investissement de l'Union ne présentent pas d'importante asymétrie de liquidité. Les fonds en actions sont, par exemple, considérés comme ayant une activité limitée de transformation de la liquidité⁽¹⁾, du fait que la plupart des actions cotées sont considérées comme liquides même en situation de tensions. De même, il apparaît que les fonds obligataires tendent vers un compromis entre liquidité et transformation des échéances⁽¹⁾. Les fonds axés sur les titres de dette d'entreprise moins liquides investissent en général dans des valeurs mobilières à échéance inférieure à la moyenne, alors que ceux qui investissent dans des obligations souveraines plus liquides ont tendance à investir dans des actifs à plus long terme. Un fonds d'investissement investissant dans des actifs liquides à long terme est en général capable de les vendre à tout moment, tandis qu'un fonds investissant dans des actifs à court terme moins liquides doit être capable de refinancer fréquemment son portefeuille, limitant de ce fait la transformation de sa liquidité⁽²⁾.

En revanche, les plus importantes asymétries d'échéances concernent les AIF ouverts qui investissent dans des actifs intrinsèquement moins liquides. Les fonds immobiliers représentent notamment 5 % des fonds d'investissement en Europe (658 milliards d'euros), dont la majorité sont ouverts et font l'objet d'asymétries de liquidité, comme le montre le *Shadow Banking Monitor* du CERS (tableaux 1 et 2). Le secteur des fonds immobiliers a également gagné en importance au cours des dernières années, les AuM ayant augmenté de 34 % en deux ans (au quatrième trimestre 2016) par rapport à 19 % pour le reste du secteur des fonds. Le *Shadow Banking Monitor* du CERS montre également que les fonds spéculatifs (436 milliards d'euros) pratiquent la transformation de la liquidité, en fonction de leur stratégie. En comparaison, les fonds de prêt en sont encore à leurs débuts (26 milliards d'euros).

Tableau 1

Transformation de la liquidité par les fonds d'investissement

Type de fonds	Fonds obligataires	Fonds spéculatifs	Fonds immobiliers	Fonds indiciels cotés	Fonds de capital-investissement
	●	●	●	●	○

Code couleur: ● = forte participation; ● = participation moyenne; ● = faible participation; ○ = participation improbable ou négligeable

Tableau 2

Actif des fonds d'investissement de la zone euro (en milliers de milliards d'euros)

	Déc-14	Juin-15	Déc-15	Juin-16	Déc-16	Mars-17	Avril-17
Fonds obligataires	3,06	3,31	3,19	3,32	3,36	3,51	3,54
Fonds en actions	2,55	2,89	2,82	2,70	2,95	3,15	3,17
Fonds spéculatifs	0,42	0,48	0,47	0,49	0,42	0,43	0,44
Fonds mixtes	2,24	2,57	2,64	2,71	2,81	2,93	2,97

(1) Voir CERS, «EU Shadow Banking Monitor», n° 2, 2017.

(2) Voir CERS, «EU Shadow Banking Monitor», n° 1, 2016.

	Déc-14	Juin-15	Déc-15	Juin-16	Déc-16	Mars-17	Avril-17
Fonds immobiliers	0,48	0,50	0,57	0,61	0,64	0,66	0,66
Total	9,30	10,37	10,38	10,62	11,12	11,64	11,77

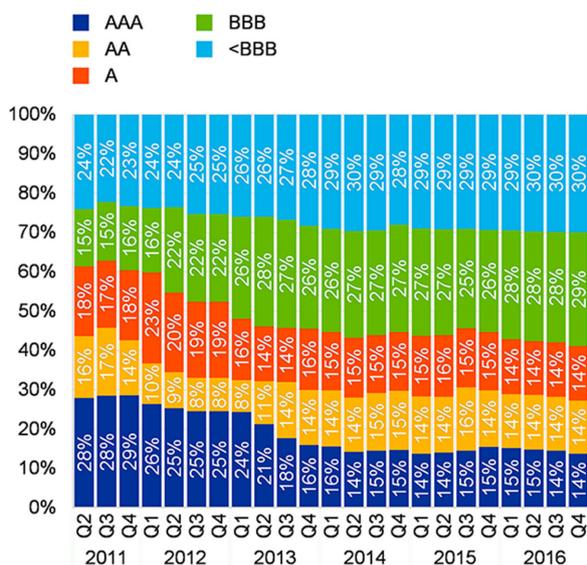
Au cours des quelques dernières années, certains fonds obligataires de l'Union, notamment des OPCVM, ont eu tendance à modifier leur allocation des actifs, passant de titres de créance parmi les mieux notés à des titres de créance moins bien notés, ce qui a eu pour résultat une exposition à des échéances plus longues et à un risque de crédit plus important. Ainsi, les fonds d'investissement à haut rendement représentent 19 % de l'actif des fonds obligataires et, en fonction de facteurs structurels et cycliques de la liquidité du marché, comme déjà indiqué, il n'est pas à exclure que les fonds d'investissement finissent par être exposés à des asymétries de liquidité, au moins de façon temporaire. Néanmoins, en l'absence de données harmonisées au niveau de l'Union, il est difficile de mesurer l'importance de cette question et la contribution potentielle des OPCVM aux risques en matière de stabilité financière (voir encadré 4).

Encadré 4: Exposition potentielle des OPCVM aux asymétries de liquidité

Aux termes de la directive 2007/16/CE, les OPCVM sont tenus de principalement investir dans des actifs liquides. Néanmoins, la liquidité de certains actifs éligibles pourrait diminuer en situation de tensions sur les marchés, les exposant ainsi temporairement à des asymétries de liquidité. C'est notamment le cas pour les fonds obligataires à haut rendement. En réaction à cela, l'OICV a récemment lancé une consultation pour déterminer si les fonds, y compris les OPCVM, devraient disposer de mécanismes complémentaires pour la gestion de la liquidité⁽¹⁾.

Fonds obligataires de l'Union: notation moyenne de l'actif des fonds

(pourcentage de l'actif total; dernière observation: T4 2016)



Sources: Thomson Reuters Lipper, AEMF et Standard & Poor's.

Une tendance communément observée depuis 2009 a été une modification de l'allocation des actifs de certains fonds obligataires de l'Union, qui sont passés de titres de créance parmi les mieux notés à des titres de créance moins bien notés tout en augmentant parallèlement la durée de leurs portefeuilles. Bien que ce changement de schéma d'investissement ait ralenti au cours des quelques dernières années, cela signifie toujours que ces fonds sont à présent davantage exposés aux fluctuations des rendements obligataires. Des portefeuilles moins liquides et une diminution de leurs avoirs en numéraire pourrait compliquer la tâche des fonds obligataires lorsqu'il s'agit de rééquilibrer les portefeuilles à la suite des demandes massives de remboursement, sans répercussions sur les marchés obligataires.

Malgré des signes d'une prise de risques accrue dans un contexte de liquidité réduite sur les marchés obligataires⁽²⁾, l'absence d'informations détaillées sur l'actif (à savoir la liquidité) et le passif des OPCVM implique que le risque pesant sur la stabilité financière ne peut pas être évalué de manière approfondie. Les obligations de déclaration des sociétés de gestion d'OPCVM, comme en dispose la recommandation D, sont nécessaires pour évaluer l'importance relative de ce risque. Cela implique le recueil et le partage de données détaillées et harmonisées. Si des éléments analytiques indiquent néanmoins que certaines tranches du secteur des fonds OPCVM sont exposées à d'importantes asymétries de liquidité, il pourrait être nécessaire de réviser le champ d'application de la recommandation B pour y inclure certains produits spécifiques des OPCVM.

⁽¹⁾ OICV, *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management — Good Practices and Issues for Consideration*, rapport de consultation, juillet 2017.

⁽²⁾ BRI, «Liquidité de marché et tenue de marché — changements de tendance observés sur le segment des instruments à revenu fixe», 2015.

Le CSF indique ⁽¹⁾ que les actifs et les stratégies d'investissement des fonds devraient être conformes aux conditions régissant les remboursements de parts des fonds d'investissement, tant au moment de la constitution du fonds d'investissement que régulièrement par la suite (pour les fonds d'investissement nouveaux et existants). Cela devrait tenir compte de la liquidité attendue des actifs et du comportement des investisseurs tant en conditions normales qu'en situation de tensions sur les marchés.

Des dispositions supplémentaires dans ce domaine devraient être compatibles avec le cadre existant au titre de la directive 2011/61/UE, qui exige déjà l'alignement de la stratégie d'investissement, du profil de liquidité et de la politique de remboursement du fonds, définit des limites adéquates de gestion de la liquidité et prévoit des tests de résistance. Au titre de l'actuel régime réglementaire, les AIFM devraient notamment pouvoir démontrer à leurs ACN que des systèmes de gestion de la liquidité appropriés et des procédures efficaces sont en place. Néanmoins, le CERS a observé sur la base d'éléments récents que certains AIF réalisent toujours un niveau élevé de transformation de la liquidité ⁽²⁾. Par conséquent, en rendre la démonstration obligatoire pour les fonds investissant dans des actifs moins liquides contribuerait à atteindre les objectifs de la directive 2011/61/UE en garantissant davantage de cohérence dans sa mise en œuvre. Cela encouragerait le recours à des mesures spécifiques de la part des fonds investissant dans des actifs moins liquides, comme, par exemple, l'utilisation de limites internes sur les actifs moins liquides.

Il convient d'éviter la transformation de liquidité à grande échelle. Certains États membres ont incorporé des régimes sur mesure à leurs cadres juridiques nationaux afin de définir les conditions dans lesquelles les AIF peuvent gérer des actifs considérés comme moins liquides, comme les biens immobiliers ou les prêts. Dans son avis adressé au Parlement européen, au Conseil et à la Commission ⁽³⁾, l'AEMF a fait valoir que les AIF accordant des crédits devraient être constitués comme des structures fermées sans droit de remboursement des parts sur base régulière. D'autres juridictions ont adopté des mesures structurelles pour supprimer le risque de ventes d'urgence posé par des demandes massives de remboursements. Par exemple, si une partie non négligeable du portefeuille est illiquide, la nature intrinsèque des actifs détenus par l'OPC requiert une structure fermée. La possibilité de demander un remboursement au cours du cycle de vie de l'AIF ne devrait être offerte par le gestionnaire de fonds aux investisseurs que si certaines conditions sont remplies. Cela devrait se produire à intervalles fixes, par exemple, comme le prévoit le règlement (UE) 2015/760 du Parlement européen et du Conseil ⁽⁴⁾.

La présente recommandation invite l'AEMF à définir une liste d'actifs intrinsèquement moins liquides. Il n'existe à l'heure actuelle aucune définition des actifs liquides ou moins liquides dans les règlements (voir encadré 5), bien que l'objectif ne soit pas de proposer une telle définition mais plutôt de promouvoir une approche cohérente vis-à-vis de la mise en œuvre des dispositions susmentionnées de la directive 2011/61/UE. Le terme «moins liquide» reconnaît également le fait que les actifs sont rarement, ou jamais totalement, illiquides.

Vu le besoin de cohérence entre les secteurs, l'AEMF doit élaborer cette liste en consultation avec l'ABE et l'AEAPP. La caractérisation d'un actif comme liquide ou moins liquide par un régulateur envoie un message aux intervenants du marché. En outre, indépendamment de l'entité qui vend l'actif (réglementée, non réglementée, bancaire ou non bancaire), le groupe d'acheteurs est généralement le même en situation de tensions sur les marchés. La cohérence des approches réglementaires est par conséquent souhaitable ⁽⁵⁾.

La liste des actifs intrinsèquement moins liquides doit comprendre les actifs qui ne peuvent pas être facilement et rapidement changés en liquidités avec perte de valeur limitée en période de tensions sur le marché. L'analyse de la liquidité des actifs doit, entre autres, tenir compte du temps nécessaire pour liquider ces actifs en situation de tensions sur les marchés sans devoir accepter une importante décote. Dans l'élaboration de cette liste, l'AEMF doit notamment considérer l'immobilier, les titres non cotés (y compris les actions privées), les prêts et autres actifs alternatifs. Les actifs qui, dans des conditions normales de marché, peuvent être vendus sans devoir accepter d'importante décote ne doivent pas figurer sur cette liste, étant donné que la présente recommandation a pour but de résoudre les problèmes structurels posés par les actifs intrinsèquement moins liquides.

⁽¹⁾ CSF, «Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities», janvier 2017.

⁽²⁾ CERS, «EU Shadow Banking Monitor», novembre 2017.

⁽³⁾ AEMF, «Key principles for a European framework on loan origination by funds», avril 2016.

⁽⁴⁾ Règlement (UE) n° 2015/760 du Parlement européen et du Conseil du 29 avril 2015 relatif aux fonds européens d'investissement à long terme (JO L 123 du 19.5.2015, p. 98).

⁽⁵⁾ Le besoin de coopération entre les régulateurs sur de telles questions apparaît comme tout à fait reconnu, par exemple, aux articles 46, paragraphe 3, et 11, paragraphe 15, du règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux [JO L 201 du 27.7.2012, p. 1]), qui spécifie les techniques d'atténuation des risques pour les contrats de produits dérivés de gré à gré qui non compensés par une chambre de compensation avec contrepartie centrale.

Lorsqu'un fonds d'investissement permet une exposition à des actifs moins liquides, le gestionnaire de fonds peut avoir accès à des dispositions qu'il peut introduire pour faire face au risque de liquidité⁽¹⁾. Les gestionnaires auraient alors à démontrer aux ACN concernées, tant au moment de la constitution du fonds d'investissement que sur base régulière (à savoir pendant et après le processus d'agrément pour les fonds d'investissement soumis à une procédure d'agrément), qu'ils peuvent appliquer leur stratégie d'investissement quelles que soient les conditions de marché, pour autant qu'elles soient prévisibles. Après avoir tenu compte de tout règlement s'appliquant au fonds d'investissement et en respectant leur politique d'investissement, les gestionnaires de fonds ont différents moyens de garantir un niveau de cohérence entre leur stratégie d'investissement et le profil de remboursements du fonds d'investissement, tant au cours de la phase de conception que sur base régulière⁽¹⁾. Par exemple:

- le type de structure (par exemple, fonds d'investissement fermé, ELTIF),
- les politiques de remboursement,
- la politique d'investissement comprenant les limites internes relatives aux actifs figurant dans la liste, le coussin d'actifs liquides, la diversification (expositions ou contrepartie) et les limites quant à la taille du fonds d'investissement par rapport au marché sous-jacent,
- la mise en œuvre d'un outil supplémentaire de gestion de la liquidité,
- les procédés de gestion du risque de liquidité, comme par exemple la définition de seuils adaptés, la classification des actifs en tranches de liquidité, le suivi de la concentration des investisseurs et des tendances attendues en matière de rachats.

Le recours aux limites internes doit notamment être déclaré aux ACN lors de la constitution du fonds d'investissement concerné, leurs modifications doivent leur être notifiées et elles doivent être mises à disposition sur demande des superviseurs. La communication aux investisseurs doit également être mise en œuvre sur la base d'orientations que devrait élaborer l'AEMF.

Dans certains cas, il pourrait s'avérer inutilement lourd, pour les gestionnaires de fonds de petite taille en particulier, de démontrer qu'ils sont capables de s'en tenir aux stratégies d'investissement de leurs fonds. Une certaine marge d'appréciation doit par conséquent être laissée aux ACN dans la conception d'un mécanisme permettant aux AIFM de démontrer leur capacité à s'en tenir aux stratégies d'investissement de leurs fonds. L'évaluation des ACN pourrait, par exemple, tenir compte des résultats des tests de résistance.

Dans la législation de l'Union, il n'existe pas de définition unique de la «liquidité» du marché sur la base de laquelle une liste d'actifs moins liquides pourrait être établie. Chaque texte législatif approche la question de la liquidité de manière différente, en fonction de son objet (voir encadré 5). Un exemple de méthodes suivies au niveau national est présenté dans le document de consultation de la FCA relatif aux actifs illiquides et aux fonds d'investissement ouverts⁽²⁾, qui identifie un ensemble de caractéristiques communes aux actifs illiquides:

- ils ne sont pas échangés sur un marché organisé,
- il peut y avoir un déséquilibre important entre l'offre et la demande,
- il est probable que le processus de négociation du prix et des autres conditions de la transaction entre le vendeur et l'acheteur soit long,
- l'évaluation de l'actif est un processus complexe,
- les actifs physiques sont habituellement achetés et vendus dans leur intégralité,
- du fait de ces facteurs, ainsi que d'autres complications possibles telles que des restrictions relatives au libre transfert de propriété, la conclusion de ces transactions est souvent longue.

Encadré 5: La liquidité dans la législation de l'Union

La directive 2007/16/CE relative aux actifs éligibles dispose que les OPCVM sont tenus d'investir principalement dans des actifs liquides, et définit des règles spécifiques régissant l'éligibilité des valeurs mobilières, des instruments du marché monétaire et des instruments dérivés. En règle générale, les valeurs mobilières et les instruments du marché monétaire peuvent être considérés comme liquides s'ils sont cotés ou négociés sur un marché réglementé. Les actifs moins liquides ne sont pas définis explicitement mais sont considérés comme des investissements non éligibles au sens de la directive 2009/65/CE. C'est particulièrement le cas des matières premières physiques et des actifs immobiliers.

⁽¹⁾ OICV, *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management — Good Practices and Issues for Consideration*, rapport de consultation, juillet 2017.

⁽²⁾ FCA, *Illiquid assets and open-ended investment funds*, document de réflexion (DP 17/1), février 2017.

Le concept de liquidité est mentionné dans plusieurs autres actes législatifs de l'Union, tels qu'énumérés ci-dessous.

- Le règlement (UE) n° 909/2014 du Parlement européen et du Conseil ⁽¹⁾ stipule qu'un dépositaire central de titres (*central securities depository*, CSD) n'investit ses ressources financières qu'en espèces ou dans des instruments financiers très liquides comportant un risque de marché et de crédit minimal. Néanmoins, le règlement (UE) n° 909/2014 ne définit pas explicitement la liquidité, et recommande à la place que l'AEMF, l'ABE et le SEBC élaborent des projets de normes techniques de réglementation précisant les instruments financiers qui peuvent être considérés comme très liquides.
- Le règlement (UE) 2017/1131 du Parlement européen et du Conseil ⁽²⁾ sur les fonds monétaires comprend des seuils de liquidités pour les actifs pouvant être considérés comme fournissant de la liquidité de façon quotidienne ou hebdomadaire, bien que la liquidité ne soit pas explicitement définie. Le règlement (UE) 2017/1131 se fonde sur le raisonnement selon lequel une échéance courte des actifs contribue à garantir que les investisseurs récupèrent leur argent.
- La directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil ⁽³⁾ traite notamment de la méthodologie appliquée pour calculer la liquidité d'instruments financiers autres que des actions ou instruments assimilés tels que les obligations. L'AEMF considère deux méthodes possibles pour calculer la liquidité, à savoir la méthode instrument par instrument et la méthode des catégories d'instruments financiers. L'AEMF a finalement adopté la méthode instrument par instrument dans ses normes techniques de réglementation pour le calcul de la liquidité des obligations.
- Le règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil ⁽⁴⁾ définit les actifs liquides aux fins des cousins de liquidité des établissements de crédit comme les seuls actifs librement cessibles pouvant être rapidement convertibles en liquidités sur les marchés privés sans perte de valeur significative. Ce règlement différencie les actifs d'une liquidité et d'une qualité de crédit extrêmement élevées (actifs de niveau 1), et les actifs d'une liquidité et d'une qualité de crédit élevées (actifs de niveau 2). Les actifs de niveau 1 sont notamment les liquidités, les dépôts auprès de la banque centrale, les obligations d'États de l'Union ou garanties par un gouvernement de l'Union et les obligations sécurisées qui respectent certaines conditions. Les actifs de niveau 2 sont notamment les obligations d'État et les obligations émises par des organismes publics de pays tiers, et tant les obligations sécurisées que les obligations d'entreprise sur la base de leur qualité de crédit. Ils comprennent également les titrisations et les actions de haute qualité qui font partie d'un indice boursier important.

La méthode de la SEC américaine peut fournir des bases solides pour la mise en place d'une méthodologie de l'Union pour évaluer la liquidité et élaborer une liste d'actifs moins liquides. La méthode de la SEC définit l'«illiquidité» des portefeuilles d'actifs, non pas en termes absolus, mais en tenant également compte de la taille (par exemple, le portefeuille d'actifs du fonds d'investissement). Voir encadré 6 ci-dessous.

Encadré 6: Score de liquidité composite de la SEC

La SEC a abordé la question de la liquidité dans une décision récente ⁽⁵⁾ introduisant des changements dans la communication des risques de liquidité par les fonds d'investissement ouverts. Cette décision présente un nouveau schéma de classification de la liquidité identifiant la liquidité d'un investissement sur la base du nombre de jours nécessaires pour convertir un placement en liquidités sans modifier de façon significative la valeur de marché de cet placement. La SEC suggère plus spécifiquement que classer un placement comme «illiquide» signifie que le fonds d'investissement ne peut pas raisonnablement s'attendre à le vendre dans un délai de sept jours civils sans incidence significative sur sa valeur de marché. En outre, la SEC exige d'un fonds d'investissement qu'il tienne compte de la taille de sa position, ainsi que de la profondeur du marché sur lequel se négocie le placement, lorsqu'il s'agit de déterminer si un investissement est liquide ou illiquide.

La décision de la SEC exige des gestionnaires de fonds qu'ils évaluent et révisent leur risque de liquidité au moins chaque année, sur la base d'un ensemble de facteurs: stratégie, flux financiers, encaisse et considérations relatives aux fonds indiciaires cotés. La logique qui sous-tend un tel procédé de réexamen est que la SEC craint qu'une solution consistant à «cocher des cases» pourrait entraîner une évaluation de la liquidité qui ne reflète pas véritablement la capacité du fonds à vendre son portefeuille (ou une partie de celui-ci) pour couvrir les remboursements sans incidence sur le marché.

⁽¹⁾ Règlement (UE) n° 909/2014 du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres, et modifiant la directive 98/26/CE ainsi que le règlement (UE) n° 236/2012 (JO L 257 du 28.8.2014, p. 1).

⁽²⁾ Règlement (UE) 2017/1131 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 sur les fonds monétaires (JO L 169 du 30.6.2017, p. 8).

⁽³⁾ Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE (JO L 173 du 12.6.2014, p. 349).

⁽⁴⁾ Règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 (JO L 176 du 27.6.2013, p. 1).

⁽⁵⁾ <https://www.sec.gov/rules/final/2016/33-10233.pdf>

En outre, la SEC exige d'un fonds d'investissement qu'il tienne compte de «considérations spécifiques au marché, au négoce et aux placements» lorsqu'il s'agit de procéder au classement de la liquidité des investissements de son portefeuille, bien qu'elle ne fournisse pas le moindre détail sur ces aspects.

La fréquence des transactions a, par exemple, tendance à être faible pour certaines valeurs mobilières à revenu fixe. Néanmoins, cela n'indiquerait pas nécessairement qu'une valeur mobilière est illiquide, et un fonds d'investissement pourrait toujours parvenir à la vendre relativement rapidement. Des estimations plus fiables pourraient être obtenues en évaluant l'ensemble des paramètres proposés par la SEC ⁽¹⁾. Les scores de liquidité composite de cette nature pourraient comprendre des facteurs reposant sur l'actif, le marché et les caractéristiques de portefeuille de la valeur mobilière, comme détaillé ci-dessous.

- Les facteurs relatifs à l'actif se fondent sur la structure de l'actif. Plus il est difficile d'évaluer une valeur mobilière, et moins elle est conforme aux normes, moins elle aura tendance à être liquide. En outre, pour les produits à revenu fixe, les spécificités telles que l'échéance, la note et la date d'émission peuvent avoir une incidence sur la liquidité.
- Les facteurs de marché dépendent de l'émission et du marché secondaire d'un actif. En général, plus grand est le nombre de marchés sur lesquels une valeur mobilière peut se négocier, plus elle aura tendance à être liquide. Les facteurs de qualité du marché comprennent également le nombre, la diversité et la qualité des intervenants sur ces marchés. Ils peuvent également être liés aux coûts de la négociation sur ces marchés, et dépendre des coûts de liquidation pouvant être associés aux opérations dans un pays ou une monnaie différents.
- Les facteurs de négociation sont des mesures relatives au prix et au volume de négoce d'une valeur mobilière. L'écart entre les prix affichés à l'achat et à la vente, ainsi que le volume et la fréquence des négociations, peuvent servir à mesurer le caractère potentiellement illiquide. Les données historiques en matière de volume peuvent, par exemple, fournir une estimation du volume maximum pouvant être utilisé pour évaluer l'incidence d'une opération sur le marché.
- Les facteurs relatifs au portefeuille sont des mesures spécifiques au portefeuille. Les fonds d'investissement doivent tenir compte de la taille de leur position par rapport au volume quotidien des échanges et des encours. Néanmoins, ils doivent également considérer les relations des actifs avec d'autres actifs de portefeuille (par exemple, produits dérivés). Enfin, l'illiquidité peut également tenir au regroupement des positions de portefeuille — il pourrait s'agir d'une source d'illiquidité si l'ensemble des actifs détenus par le fonds d'investissement sont fortement similaires et se négocient sur le même marché.

Étant donné que la méthode du SEC pourrait fournir des bases solides sur lesquelles fonder une future définition européenne de l'illiquidité, il pourrait s'avérer opportun d'y aligner étroitement la méthode de l'Union. D'un point de vue stratégique, un tel alignement présenterait un autre avantage du fait que, si les cadres de l'Union européenne et des États-Unis étaient globalement similaires, cela constituerait une norme mondiale efficace aux fins de l'évaluation de l'illiquidité des fonds d'investissement.

II.2.2 Effets indésirables

Du côté de l'actif, les gestionnaires mettant en œuvre les limites internes n'élimineraient pas totalement l'avantage au premier sortant. Les premiers à partir pourraient tout de même vouloir saisir des actifs liquides afin d'éviter de se retrouver piégés dans un fonds d'investissement illiquide. Néanmoins, dans la mesure où la disponibilité d'actifs liquides renforcerait la confiance dans la capacité du fonds d'investissement à rembourser, le risque de ruées de la part des investisseurs devrait être globalement réduit.

La mise en œuvre d'une limite interne pourrait inutilement entraver la capacité du gestionnaire de fonds à recourir à des actifs liquides disponibles pour honorer les remboursements. C'est, par exemple, le cas lorsque le gestionnaire ne peut pas recourir à des actifs liquides sans dépasser la limite interne. Il est, néanmoins, possible de qualifier l'importance relative de cette question. Dans le contexte de la directive 2011/61/UE, le dépassement d'une limite pourrait en soi ne pas requérir l'intervention de l'AIFM, car cela dépendrait des faits et des circonstances, ainsi que des niveaux de tolérance établis par l'AIFM. Il s'agit de déclencheurs pour un suivi continu ou des mesures correctives, en fonction des circonstances.

⁽¹⁾ Le document de la SEC énumère neuf facteurs pour classer les positions de portefeuille dans un actif spécifique.

Dans le pire des cas, l'ajout d'un actif sur la liste pourrait s'avérer procyclique, déclenchant la vente de l'actif et entraînant un effondrement des prix. Le gestionnaire pourrait être amené à vendre l'actif pour se conformer aux nouvelles limites internes, ou pourrait anticiper une réaction négative des investisseurs, déclenchant de ce fait le problème même que la liste était censée atténuer. De même, la stigmatisation d'un actif à cause de son manque de liquidité pourrait tout simplement dissuader certains fonds d'investissement d'investir dans cet actif, ce qui pourrait avoir des répercussions sur le fonctionnement des marchés financiers. C'est pourquoi la liste ne doit comprendre que les actifs qui sont «intrinsèquement» moins liquides, une caractéristique qui devrait déjà avoir été identifiée par les intervenants du marché. En outre, les investisseurs choisissant des actifs «intrinsèquement» moins liquides s'attendraient de prime abord à ce que les gestionnaires appliquent une politique d'investissement compatible avec leur politique de remboursement, comme le prévoit la directive 2011/61/UE. Enfin, des dispositions transitoires seront nécessaires lorsqu'un actif est ajouté à la liste, afin d'accorder au gestionnaire le temps de se conformer et d'éviter des ventes forcées.

Du côté du passif, la diminution de la fréquence des remboursements augmenterait probablement le volume de négoce, ce qui pourrait avoir une incidence sur les prix en situation de tensions sur les marchés. Au lieu de connaître des flux de sorties réguliers, le fonds accumulerait de multiples ordres à exécuter simultanément. Une solution consisterait à mettre en œuvre des délais de préavis ⁽¹⁾ pour refléter le délai estimé nécessaire pour vendre les actifs sous-jacents. Une autre solution consisterait en un système de file d'attente, de sorte que les demandes de remboursement ne devraient pas être traitées au moment de l'évaluation suivant leur acceptation par le gestionnaire de fonds. Le gestionnaire pourrait alors calculer encore plus tôt la liquidité nécessaire pour honorer les demandes de remboursement, et pourrait commencer à vendre les investissements nécessaires. Cela pourrait réduire le risque de transactions exécutées à des prix de vente d'urgence.

Enfin, le risque d'arbitrage réglementaire doit être reconnu. Un risque existe: (1) pour les AIF non réglementés exclus du champ d'application de la recommandation et (2) si un gestionnaire immatricule un fonds d'investissement comme OPCVM avec pour objectif de procéder à un investissement important dans un actif classé comme intrinsèquement moins liquide, pour autant que cet actif soit considéré comme éligible pour l'OPCVM. Néanmoins, dans le second cas de figure, le fonds d'investissement serait alors soumis aux règles de la directive 2009/65/CE, qui sont à certains égards plus strictes que celles de la directive 2011/61/UE. Cela réduit l'incitation à toute immatriculation en tant qu'OPCVM dans le but d'éviter les restrictions applicables aux AIF.

II.3 Recommandation C — Tests de résistance

II.3.1 Logique économique et effets escomptés

Les tests de résistance microprudentiels ont pour but d'améliorer la gestion des risques et des portefeuilles au niveau des fonds d'investissement individuels et des gestionnaires de fonds. Ces tests simulent des conditions économiques et financières extrêmes ou défavorables, mais pourtant plausibles, dans le but d'étudier leurs conséquences tant sur la performance d'un fonds d'investissement que sur sa capacité à honorer les demandes de remboursement, même à une NAV au-dessous du pair. Ils fournissent des analyses de scénarios qui permettent de mieux comprendre les risques entraînés par des changements potentiels des conditions de marché qui pourraient avoir une incidence négative sur les portefeuilles gérés. Dans des conditions de marché normales, les tests de résistance identifient les faiblesses potentielles des produits/stratégies d'investissement et aident les sociétés de gestion de fonds à ajuster leur gestion des risques de portefeuille et à se préparer d'un point de vue opérationnel à une crise. Pendant les périodes de crise, les tests de résistance aident à s'ajuster aux spécificités de la crise, à la gérer et à prévenir l'autorité de résolution. Les tests de résistance sont en soi des outils de gestion des risques et de prise de décision.

Les fonds d'investissement ont différentes caractéristiques qui influencent toutes le risque de liquidité d'un fonds particulier et, par conséquent, la conception d'un test de résistance significatif au niveau de ce fonds. Le côté de l'actif est, par exemple, caractérisé par les principaux marchés et instruments, la stratégie et l'horizon temporel de placement, la couverture géographique, les concentrations de portefeuille, le taux de rotation du portefeuille et la taille habituelle des transactions. Le côté du passif est caractérisé par la base des investisseurs du fonds, qui peut être constituée soit d'investisseurs particuliers, soit d'investisseurs institutionnels ou d'une combinaison des deux, ayant chacun leur propre structure de portefeuille et leurs propres besoins de liquidité, éventuellement leurs propres exigences réglementaires (banques, compagnies d'assurance et fonds de pension) et, par conséquent, faisant chacun preuve d'un comportement de placement qui leur est propre. La concentration du type d'investisseurs dans un fonds d'investissement est particulièrement importante du fait qu'une concentration élevée pourrait entraîner de fortes vagues de demandes de remboursement simultanées.

⁽¹⁾ Il est à souligner que le recours à un délai de préavis pose des difficultés pratiques liées à l'écart entre le moment où un ordre est reçu et celui où il est exécuté. Les fonds suivant une référence seraient notamment incités à négocier le plus près possible de la fin du délai de préavis pour maximiser leur performance, même si cela a une incidence négative sur le marché.

Étant donné l'hétérogénéité des fonds d'investissement, il n'existe pas de spécifications obligatoires pour les scénarios de tests de résistance. Par conséquent, à l'heure actuelle, les paramètres, le champ d'application, la fréquence et le degré de perfectionnement des tests de résistance varient au sein du secteur. Il existe néanmoins certaines méthodes pertinentes et bien établies tant pour l'actif que pour le passif. Du côté du passif d'un fonds d'investissement, les tests de résistance sont des simulations de remboursements. Ces simulations sont en général calibrées par rapport à une analyse de stabilité du passif, qui dépend en soi du type d'investisseurs et de la concentration du passif. Les simulations peuvent comprendre des scénarios historiques ou hypothétiques de remboursements, de rachats de la part des investisseurs principaux, de remboursements équivalents aux plus importants remboursements jamais enregistrés, et une analyse des tendances de marché et de groupes de pairs. Les tests de résistance pourraient également couvrir l'actif d'un fonds d'investissement, à savoir la simulation de la liquidité des actifs du fonds sous différentes conditions de marché. Cette simulation examine la capacité du fonds à vendre des actifs sans entraîner d'incidence majeure sur les prix. Les scénarios pourraient comprendre une réduction des volumes négociés de certains instruments ou segments du marché (pertes subies à la suite d'une augmentation de l'écart acheteur-vendeur), des estimations de la liquidation maximum possible en une journée, ou des estimations du délai de liquidation sur la base d'une ventilation des actifs du fonds (par exemple, à travers des tranches de liquidité), et devraient également tenir compte des risques de marché et de liquidité pour les actifs concernés.

Des orientations relatives aux pratiques individuelles de test de résistance devraient réduire le risque de liquidité tant au niveau des fonds d'investissement qu'au niveau du système, et renforcer la capacité des entités à gérer la liquidité dans l'intérêt des investisseurs, ce qui inclut la diminution des périodes inattendues de rachats. Les tests de résistance sont des outils qui soutiennent l'analyse des points forts des stratégies déjà en place. Ils ont pour but d'identifier les points faibles d'une stratégie d'investissement et de préparer un fonds à une crise. Correctement utilisés comme outil de gestion des risques et de prise de décision, les tests de résistance sont censés réduire le risque de liquidité au niveau d'un fonds d'investissement et, par conséquent, contribuer à une diminution du risque de liquidité au niveau du système.

Les orientations doivent traiter les lacunes des procédures de test de résistance, conformément à ce qui ressort de l'enquête du CERS relative aux pratiques de test de résistance. Suite aux orientations de l'AEMF, les entités devraient avoir une compréhension du niveau minimum des exigences en matière de tests de résistance et apporter une réponse aux lacunes en matière d'application de décotes trop faibles, de fréquence des tests et de conception des scénarios, ainsi qu'utiliser de manière objective les données rétrospectives. Ces orientations indiquent que la fréquence et la conception des tests de résistance doivent être déterminées sur la base de caractéristiques spécifiques tant aux fonds d'investissement qu'aux sociétés d'investissement. En outre, ces orientations sont également censées obliger les sociétés d'investissement, lors de la conception des tests de résistance, à appliquer un niveau de gravité qu'elles sont au minimum susceptibles de rencontrer sur le marché. Enfin, étant donné l'hétérogénéité du secteur des fonds d'investissement, la complexité des tests de résistance doit correspondre au profil de risque et de remboursement spécifique de chaque fonds, sans rechercher trop de conformité dans les scénarios. Ces orientations devraient contribuer à des tests de résistance plus précis et plus adaptés à l'échelle des fonds d'investissement, entraînant une moindre incertitude quant au niveau de risque à l'échelle du système.

La recommandation C est conforme à l'obligation qu'a l'AEMF de fournir des orientations relatives aux tests de résistance des OPC monétaires au titre du règlement (UE) 2017/1131. Conformément à ce règlement, l'AEMF est tenue de fournir des lignes directrices visant à fixer des paramètres de référence communs pour les scénarios des tests de résistance.

Les gestionnaires de fonds sont tenus de régulièrement réaliser des tests de résistance sur les fonds d'investissement qu'ils gèrent. Les tests de résistance sont une exigence à l'égard des OPCVM et des AIF, sauf lorsque l'AIF est un fonds de type fermé ne recourant pas à l'effet de levier, ou qu'ils sont considérés comme inappropriés pour l'OPCVM [article 40, paragraphe 3, de la directive 2010/43/UE; article 16, paragraphe 1, de la directive 2011/61/UE; et article 48 du règlement délégué (UE) n° 231/2013]. Pour ces deux types de fonds d'investissement, les tests de résistance permettent aux gestionnaires de fonds d'évaluer le risque de liquidité tant dans des conditions normales que dans des conditions exceptionnelles de liquidité. Dans le cadre des obligations en matière de déclaration au titre de la directive 2011/61/UE, les résultats des tests de résistance doivent être communiqués aux ACN et ces informations doivent être mises à la disposition de l'AEMF et du CERS. Le règlement (UE) 2017/1131 introduit des obligations détaillées en matière de tests de résistance pour les OPC monétaires, qui pourraient également être utiles à d'autres types de fonds d'investissement.

Pour les OPCVM, les obligations en matière de tests de résistance sont moins détaillées que pour les AIF. Cela reflète les caractéristiques différentes de l'actif et du passif des OPCVM (à savoir les définitions des actifs éligibles, qui doivent être liquides, et une base d'investisseurs principalement constituée de particuliers) ainsi que leurs exigences réglementaires différentes.

Les règles relatives aux tests de résistance auxquels sont soumis les AIF sont néanmoins plus détaillées, conformément au règlement délégué (UE) n° 231/2013.

- a) Les tests de résistance doivent simuler un manque de liquidité et des demandes de remboursement atypiques. Les tests de résistance doivent au minimum tenir compte des demandes de remboursement récentes et escomptées pour l'avenir, et doivent analyser le temps nécessaire pour honorer ces demandes de remboursement. Les tests de résistance doivent également comprendre une simulation de facteurs de marché, par exemple le taux de change qui pourrait affecter le profil de crédit de l'AIFM ou de l'AIF. En outre, les tests de résistance doivent tenir compte de la sensibilité des évaluations en situation de tensions.
- b) Le profil de risque de l'AIF, qui est fonction de la stratégie d'investissement, du profil de liquidité, du type d'investisseurs et de la politique de remboursement, détermine la fréquence des tests de résistance sur la base minimum d'une fréquence annuelle. Les AIFM doivent agir dans l'intérêt de l'ensemble des investisseurs de l'AIF pour ce qui est de la conception de l'AIF et du caractère adéquat des politiques et procédures de gestion de la liquidité lorsque les tests de résistance indiquent un risque de liquidité fortement plus élevé que prévu.

Une enquête du CERS relative aux pratiques des gestionnaires de fonds en matière de tests de résistance a démontré que la plupart des gestionnaires de fonds de l'Union réalisent régulièrement des tests de résistance.

Environ 93 % des gestionnaires de fonds faisant l'objet de l'enquête du CERS ⁽¹⁾ procèdent régulièrement à des tests de résistance sur l'ensemble des fonds d'investissement sous gestion et réalisent des tests supplémentaires (ou sont en mesure de le faire) dès que des changements significatifs se produisent. Étant donné les différents types de gestionnaires de fonds et de fonds concernés, cet examen a également révélé des différences considérables dans la fréquence à laquelle les tests de résistance étaient effectués, le type de scénarios utilisés par les gestionnaires de fonds et le niveau de complexité des tests (voir puces ci-dessous):

- **Bien que la fréquence des tests de résistance soit censée être déterminée principalement par des caractéristiques propres aux fonds d'investissement, seuls quelques gestionnaires de fonds appliquent des fréquences spécifiques aux fonds.** Les gestionnaires appliquent plutôt à l'ensemble des fonds d'investissement gérés une fréquence propre à la société d'investissement. C'est le cas même pour les grandes sociétés d'investissement gérant de nombreux types de fonds. Une proportion importante des gestionnaires de fonds appliquant des fréquences propres aux fonds font une différence entre les OPCVM et les AIF, au lieu d'appliquer différentes fréquences aux fonds présentant des structures de portefeuille différentes.
- **Une proportion importante de gestionnaires de fonds utilisent des scénarios multiples de liquidité qui représentent habituellement des conditions de marché variables.** Une caractéristique de base de tout test de résistance est un scénario sous-jacent reproduisant une situation de fortes tensions sur les marchés. Néanmoins, la gravité des scénarios de crise appliqués varie fortement entre les gestionnaires de fonds. Pour certains de ces scénarios, il apparaît très douteux qu'ils représentent véritablement une situation de tensions sur les marchés. Du côté de l'actif, certaines des décotes appliquées sont assez faibles, ce qui les rend moins appropriées pour représenter des modifications considérables de la liquidité du marché. Du côté du passif, les fonds d'investissement n'ayant pas été soumis par le passé à des pressions liées aux remboursements doivent éviter de fonder leurs scénarios de rachats exclusivement sur des données rétrospectives.
- **Conformément aux différences considérables entre différents types de gestionnaires de fonds et de fonds d'investissement, la complexité des scénarios utilisés dans les tests de résistance varie fortement entre gestionnaires de fonds.** Certains gestionnaires de fonds utilisent de simples scénarios hypothétiques qui ne sont étayés par les données, tandis que d'autres appliquent des méthodes statistiques sophistiquées pour concevoir des scénarios propres aux fonds. Les scénarios de liquidité raisonnables sont, par nature, difficiles à définir. Contrairement au risque de marché, pour lequel on dispose de beaucoup d'informations, la mise sur pied de tests de résistance applicables à la liquidité est beaucoup plus complexe. Du côté de l'actif, la modélisation de profils de liquidité dans des conditions de tensions peut s'avérer extrêmement complexe, notamment pour les actifs pour lesquels les données de transactions ne sont pas facilement disponibles (par exemple, les instruments à revenu fixe). Du côté du passif, l'anticipation du comportement des investisseurs en situation de tensions sur les marchés n'est pas chose aisée et dépend d'un ensemble de facteurs, notamment du rapport entre investisseurs institutionnels et investisseurs particuliers, ou de la proportion de clients lents à réagir. Ce problème est encore plus prononcé pour les OPCVM car les gestionnaires de fonds disposent en général de peu d'informations relatives aux profils des investisseurs. Les aspects réglementaires semblent ne jouer qu'un rôle limité dans l'élaboration des scénarios. Les scénarios de crise sont par conséquent conçus conformément aux expositions de la classe d'actifs et au calendrier de remboursements applicable au fonds.

⁽¹⁾ L'objectif principal de l'enquête du CERS était de fournir un aperçu des pratiques de test de résistance des gestionnaires d'actifs européens, principalement en vue d'analyser la mesure dans laquelle les tests couvraient les crises de liquidité (à savoir la capacité d'un fonds d'investissement à répondre à d'importantes demandes de remboursement). L'enquête du CERS portait sur 274 gestionnaires de fonds de l'Union et comprenait des questions relatives aux pratiques actuelles des gestionnaires d'actifs en matière de gestion du risque de liquidité et de tests de résistance.

La procédure de test de résistance doit être réalisée dans différentes conditions, telles qu'un niveau atypique de demandes de remboursement et un comportement anormal des prix des actifs; elle pourrait également tenir compte d'événements tels qu'un défaut de la contrepartie et d'autres facteurs de risque (par exemple, risques politiques). L'AEF doit fournir des orientations relatives aux types de scénarios qu'un fonds d'investissement est censé considérer lorsqu'il met au point un test de résistance. Les scénarios doivent comprendre des scénarios fondés sur l'évolution passée des prix ainsi que des scénarios hypothétiques. Les scénarios historiques fondent les paramètres des tests de résistance sur une crise passée et calculent l'incidence qu'elle aurait eue sur le fonds d'investissement. Étant donné que les crises futures seront probablement différentes des crises passées, et qu'il est difficile de répliquer au détail près les crises passées, les tests de résistance ne doivent pas être uniquement fondés sur des scénarios historiques. Les scénarios hypothétiques pourraient être fondés sur des chocs économiques ou des caractéristiques du comportement des investisseurs ou du gestionnaire de fonds. La conception de ces scénarios hypothétiques doit correspondre aux sensibilités spécifiques du type de fonds et à la stratégie du fonds.

Les tests de résistance inversés pourraient compléter l'exercice de test de résistance dans sa globalité. L'inclusion de tests de résistance inversés pourrait s'avérer positive du fait qu'elle permettrait de comprendre le comportement du fonds d'investissement jusqu'à sa défaillance. Cela limite la dépendance vis-à-vis de scénarios historiques et la possibilité de concevoir des scénarios hypothétiques. Les tests de résistance inversés pourraient permettre aux gestionnaires de fonds d'analyser et de comprendre de manière détaillée toutes les vulnérabilités et de trouver une solution à ces risques.

Idéalement, les tests de résistance devraient être utilisés à tous les stades de la vie d'un fonds, de sa création à sa liquidation en passant par toutes les décisions d'investissement. Lorsqu'un fonds d'investissement est constitué, les tests de résistance doivent servir à établir et définir ses paramètres (par exemple, son profil de risque et sa tolérance aux risques), notamment la relation entre la liquidité des actifs sous-jacents et la fréquence des remboursements éventuels, y compris en situation de tensions sur les marchés. Les tests de résistance pourraient également être utilisés lorsqu'il s'agit d'envisager d'éventuels ajustements à la stratégie du fonds d'investissement, à ses conditions et à ses décisions de placement. En matière d'élaboration d'un plan d'urgence pour le fonds d'investissement en situation de tensions, les tests de résistance pourraient servir à analyser le recours à différents outils de gestion des risques de liquidité.

Le moment et la fréquence des tests de résistance devraient refléter les caractéristiques du fonds d'investissement telles que la taille, la stratégie d'investissement, les actifs sous-jacents, le profil des investisseurs et la fréquence des éventuels remboursements. Pour un portefeuille présentant une rotation élevée ou une base d'investisseurs évoluant rapidement, le profil et le risque de liquidité seront probablement plus volatils. Les tests de résistance devraient être utilisés plus fréquemment dans ces circonstances que pour un fonds d'investissement ayant une base d'investisseurs plus stable et de longs délais de remboursement.

La fréquence des tests de résistance peut dépendre du type de scénario utilisé. Lorsque des scénarios historiques sont utilisés, les méthodes statistiques appliquées pour concevoir les scénarios pourraient aisément être mises à jour en introduisant de nouvelles données et les paramètres du test de résistance. Ce processus étant souvent mécanique, il pourrait être effectué plus souvent. Les scénarios hypothétiques requièrent une évaluation sur mesure, plus spécifique au fonds d'investissement, des facteurs pertinents affectant le fonds, de sorte que, comme il nécessite une analyse plus approfondie, ce type de test de résistance peut être réalisé moins fréquemment.

La présente recommandation n'a pas pour objet de couvrir les tests de résistance macroprudentiels. Les tests de résistance macroprudentiels sont un domaine qui doit encore être développé. Les limites en matières de données et de modélisation empêchent aujourd'hui ces modèles d'être utilisés comme outils efficaces de supervision. Le CERS examine actuellement le rôle des tests de résistance macroprudentiels dans l'évaluation des risques que les fonds d'investissement font peser sur la stabilité financière.

II.3.2 Effets indésirables

Des lignes directrices concrètes en matière de tests de résistance pourraient conduire les gestionnaires de fonds à adopter un comportement plus similaire/harmonisé et, au bout du compte, à un positionnement uniforme des fonds d'investissement en matière d'actifs (positionnement unilatéral). Cela pourrait augmenter le risque de comportements grégaires ainsi que les risques financiers systémiques à l'avenir. De plus, et particulièrement pour les plus petits gestionnaires de fonds, davantage d'orientations pourraient entraîner plus de tests de résistance et, par conséquent, des coûts plus élevés.

II.4 Recommandation D — Obligations de déclaration applicables aux OPCVM

II.4.1 Logique économique et effets escomptés

Recommandation D(1) — Obligations de déclaration applicables aux OPCVM et aux sociétés de gestion d'OPCVM

L'absence de tout cadre de déclaration harmonisé parmi les États membres constitue aujourd'hui un obstacle à une évaluation et un suivi exhaustifs de la contribution potentielle des OPCVM aux risques pesant sur la stabilité financière. Bien que de nombreuses juridictions au sein de l'Union stipulent effectivement des obligations de déclaration pour les OPCVM, les résultats de l'enquête révèlent que les pratiques en la matière diffèrent fortement en termes de fréquence de déclaration, de champ d'application des comptes rendus des OPCVM, et de données communiquées⁽¹⁾. En conséquence, il n'est pas possible d'agréger les données nationales et de suivre l'évolution en ce qui concerne, par exemple, les risques de liquidité et d'effet de levier pour les OPCVM au niveau de l'Union.

Les statistiques de la BCE relatives aux fonds d'investissement ne suffisent pas à garantir une évaluation et un suivi exhaustifs des risques de liquidité et d'effet de levier pour les OPCVM. Bien que les statistiques de la BCE permettent aux régulateurs de suivre l'évolution dans le secteur des fonds d'investissement de la zone euro en utilisant des informations relatives à de larges catégories d'actifs et de passifs des bilans financiers, notamment les ventilations par échéance, les éléments d'information couverts ne suffisent pas à produire une évaluation des risques adéquate. Il convient en particulier de souligner que ces informations ne comprennent pas de données détaillées relatives aux échanges d'instruments et aux différentes expositions, alors que ces données sont nécessaires pour évaluer correctement l'évolution de la liquidité des portefeuilles des OPCVM. De plus, les tendances du recours à l'effet de levier ne peuvent pas faire l'objet d'un suivi approprié, étant donné que les données disponibles permettent de calculer uniquement l'utilisation du levier financier (c'est-à-dire par emprunt). Il n'existe pas de mesure plus complète de l'effet de levier, notamment du levier procuré par les instruments dérivés (effet de levier synthétique). En outre, les statistiques de la BCE ne font actuellement pas la différence entre les OPCVM et les AIF, ce qui est important pour un suivi adéquat des risques, car ces fonds opèrent dans le cadre de régimes réglementaires très différents.

La constitution d'un cadre harmonisé de déclaration pour les OPCVM au niveau de l'Union pourrait être efficace du point de vue du suivi, et pourrait également réduire les inefficiences et les coûts actuels en matière de déclaration, tant pour les autorités compétentes que pour le secteur. Depuis l'entrée en vigueur de la directive 2011/61/UE, tant les ACN que les AIFM ont amélioré leur capacité technique et ont gagné en expérience en ce qui concerne le cadre de déclaration global au niveau de l'Union au titre de la directive 2011/61/UE. Un nouveau cadre de déclaration pour les OPCVM fondé sur les systèmes techniques existants de compte rendu permettrait aux autorités compétentes comme aux gestionnaires de fonds gérant des AIF et des OPCVM, ou aux gestionnaires de fonds gérant des OPCVM avec différentes exigences en matière de comptes rendus dans différentes juridictions, de récolter les fruits de synergies plus étroites en matière de comptes rendus.

En instaurant le cadre de déclaration pour les OPCVM, la Commission doit tenir compte du fait que les OPCVM opèrent sous un régime réglementaire plus strict que les AIF. Un cadre de déclaration moins approfondi suffirait au suivi adéquat des risques liés aux OPCVM en matière de stabilité financière.

La Commission doit également tenir compte d'autres initiatives en cours qui pourraient avoir une incidence sur cette harmonisation du régime de déclaration. La Commission doit tenir compte des contributions de l'AEMF et des ACN relatives à ces déclarations, ainsi que d'éventuelles nouvelles mesures alternatives/modifiées de l'effet de levier actuellement élaborées par l'OICV. En outre, les obligations de comptes rendus définies dans le règlement (UE) 2017/1131 sur les fonds monétaires doivent également être prises en considération.

Des obligations de déclaration détaillées relatives aux caractéristiques de liquidité faciliteraient le suivi du risque systémique potentiel résultant de transformations de la liquidité et d'asymétries de liquidité au sein des OPCVM. Les OPCVM sont soumis à des règles détaillées concernant l'éligibilité des actifs et, à ce titre, investissent en général dans des actifs plus liquides, bien que certains OPCVM investissent également dans des classes d'actifs moins liquides, comme certains types de fonds obligataires (marchés émergents ou obligations à haut rendement). Comme les OPCVM sont également soumis à des exigences minimales concernant la fréquence des remboursements, ils peuvent aussi présenter un risque de liquidité plus élevé. Pour ces OPCVM, un écart peut persister entre données dans le cadre législatif actuel, du fait qu'ils ne sont pas tenus de rendre des comptes aux ACN de la même façon que les AIF. Par conséquent, le champ d'application de l'actuel cadre de déclaration n'est pas exhaustif (comparer la directive 2011/61/UE et la directive 2009/65/CE) et ne comprend pas d'indicateurs harmonisés de risque de liquidité qui soient significatifs et faciles à mettre en place et à interpréter. Cela est notamment important pour le suivi des évolutions d'un point de vue macroprudentiel et pour agréger différentes mesures au sein du secteur et des juridictions.

⁽¹⁾ Par exemple, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) du Luxembourg a introduit une exigence de déclaration des risques pour les OPCVM au début de 2016 et demande à l'ensemble du secteur de son pays de communiquer, sur base semestrielle, les données relatives à divers facteurs de risque tels que l'effet de levier, le risque de contrepartie, le risque de crédit et le risque de liquidité. Pour plus d'informations, voir <http://www.cssf.lu/en/supervision/ivm/ucits/legal-reporting/>.

Afin de permettre le suivi des asymétries de liquidité au sein des OPCVM, ceux-ci doivent être tenus de communiquer des informatives relatives tant à leur actif qu'à leur passif. Les AIFM doivent rendre compte du profil de liquidité de leurs AIF, ce qui fournit des informations utiles relatives à l'évaluation de la liquidité (par l'AIFM) des actifs investis d'un AIF et à la structure de ses investisseurs. Cela doit également servir de base pour les comptes rendus liés des OPCVM et doit être complété par des déclarations relatives à la disponibilité et à l'utilisation de différents outils de gestion accessibles aux OPCVM. Les OPCVM pourraient aussi communiquer, par exemple, des informations relatives au volume des remboursements historiques.

Le recueil d'autres données facilite une évaluation exhaustive de la contribution potentielle de ces OPCVM au risque financier/systémique. Ainsi, la source de l'effet de levier est une donnée intéressante pour réaliser une évaluation en bonne et due forme des risques qui sont par exemple induits par le recours des OPCVM à l'effet de levier. Les OPCVM doivent également fournir, entre autres, des informations relatives à leur stratégie d'investissement, aux instruments qu'ils négocient et à leurs expositions, à leur profil de risque de marché, leur profil de risque de contrepartie et de crédit, et leur profil de risque de liquidité. Ces informations pourraient fournir une indication du risque de ventes forcées, de concentration de contreparties, et d'interconnexion avec le système financier global. Elles doivent également comprendre les catégories de positions sur instruments dérivés et les techniques et instruments tels que les mises en pension ou les opérations de prêts de titres. Des exigences très similaires sont énoncées dans la directive 2011/61/UE; elles pourraient être complétées par des aspects spécifiques aux OPCVM tels que, par exemple, une gestion de portefeuille efficace. L'AIFM doit déclarer des informations relatives au profil de risque et aux principales catégories d'actifs dans lesquelles est investi l'AIF, y compris les positions dérivées brutes, longues et courtes correspondantes. Néanmoins, les AIFM sont également tenus de fournir des données relatives à la source des emprunts de liquidités ⁽¹⁾.

Une partie du secteur des OPCVM importante d'un point de vue économique applique des stratégies dans lesquelles l'effet de levier — y compris l'effet de levier synthétique — n'est qu'indirectement limité. En ce qui concerne le recours à l'effet de levier financier via des opérations de financement sur titres ou à l'effet de levier synthétique via l'exposition à des instruments dérivés, les OPCVM ne peuvent créer d'expositions — comme calculé au titre de la méthode du calcul de l'engagement — que jusqu'à un montant maximum équivalent à leur NAV totale (voir encadré 1b). Néanmoins, au titre de la directive 2009/65/CE, les États membres peuvent également autoriser les OPCVM à calculer leur risque global grâce à une méthode de VaR ou d'autres méthodes avancées de mesure du risque plutôt que la méthode du calcul de l'engagement ⁽²⁾. Pour ces fonds d'investissement, le recours à l'effet de levier n'est qu'indirectement limité par le biais de contraintes sur le risque de marché du fonds d'investissement ⁽³⁾. Cela signifie que les fonds qui ont recours à la méthode VaR absolue sont limités à une VaR absolue inférieure ou égale à 20 % de la NAV. À l'inverse, les fonds d'investissement appliquant la méthode VaR relative ne peuvent dépasser le double du risque de perte calculé selon un modèle VaR donné par rapport à un portefeuille similaire, mais ne recourant pas à l'effet de levier. Il est important de noter que ces méthodes VaR peuvent permettre un effet de levier plus important que la méthode du calcul de l'engagement, en fonction de la volatilité des actifs sous-jacents. Une enquête du CERS portant sur 11 juridictions de l'Union indique que le sous-ensemble d'OPCVM appliquant des méthodes VaR pour calculer leur risque global pourrait représenter entre 27 % et 50 % du secteur des OPCVM de l'Union en termes de NAV.

L'objectif est de parvenir à un processus cohérent de déclaration de l'effet de levier pour l'ensemble des OPCVM et des AIF, sur lequel pourrait reposer le suivi des fonds d'investissement de l'Union non soumis à des limites sur l'effet de levier. Le CSF recommande que les autorités recueillent les données relatives à l'effet de levier dans les fonds d'investissement, qu'elles suivent le recours à l'effet de levier dans les fonds non soumis à des limites ou pouvant poser d'importants risques à cet égard au système financier et qu'elles prennent des mesures lorsque cela s'impose. Parallèlement, l'OICV a été invitée à identifier et/ou mettre en place des mesures cohérentes de l'effet de levier dans les fonds d'investissement afin de parvenir à un suivi de l'effet de levier plus significatif à des fins de stabilité financière, et pour contribuer à garantir que des comparaisons directes puissent être effectuées entre fonds d'investissement à l'échelle mondiale avant la fin 2018 ⁽⁴⁾. Par conséquent, l'objectif final doit être un processus harmonisé de déclaration de l'effet de levier, conforme aux mesures cohérentes que devrait identifier/mettre en place l'OICV. L'harmonisation du cadre de déclaration applicable aux OPCVM et de la communication relative à l'effet de levier dans les AIF au titre de la directive 2011/61/UE devrait se poursuivre en ce sens et faciliter le suivi des fonds d'investissement de l'Union qui ont recours à l'effet de levier. La Commission doit, par conséquent, mettre en place un cadre harmonisé au sein de l'Union ainsi que pour l'ensemble des OPCVM et AIF, en tenant compte de la dimension internationale et sans perdre de vue l'objectif, qui est de développer des approches uniformes pour les différents modes de calcul de l'effet de levier (méthodes notionnelle, brute et de l'engagement). Cela faciliterait également le suivi de l'effet de levier dans les OPCVM soumis uniquement à des restrictions indirectes à cet égard.

⁽¹⁾ Voir, par exemple, annexe IV du règlement délégué (UE) n° 231/2013.

⁽²⁾ Voir, par exemple, l'article 41, paragraphe 3, de la directive 2010/43/UE.

⁽³⁾ Voir CERVM (niveau 3), «Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS», 28 juillet 2010.

⁽⁴⁾ Voir recommandations 10 et 11 du document du CSF de janvier 2017 intitulé «Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities».

Pour rendre compte de l'effet de levier conformément à la méthode de l'engagement au titre de la directive 2011/61/UE, les OPCVM devraient ajouter leur NAV à leur exposition, telle que mesurée par la méthode de l'engagement des OPCVM. À l'heure actuelle, le calcul de l'exposition conformément à la méthode de l'engagement diffère légèrement entre les directives 2009/65/CE et 2011/61/UE. Alors que, au titre de la directive 2011/61/UE, les AIF sont tenus de calculer leur exposition comme la somme des valeurs absolues de toutes leurs positions, les OPCVM ne doivent calculer que l'exposition supplémentaire générée par le recours à l'effet de levier (voir tableau 3). Comme les OPCVM ne sont pas autorisés à emprunter des liquidités non garanties à des fins d'investissement et que les règles de calcul de l'exposition via des opérations de financement sur titres et des instruments financiers dérivés sont semblables à celles exposées par la directive 2011/61/UE, la méthode de l'engagement des OPCVM peut être alignée sur la directive 2011/61/UE en demandant aux OPCVM d'ajouter la NAV à leur exposition.

Dans ce contexte, les nouvelles obligations de déclaration des risques des OPCVM doivent également couvrir les tests de résistance. Les OPCVM doivent notamment déclarer les résultats des tests de résistance standardisés univariés et fournir des informations relatives aux scénarios de tests brevetés de par les gestionnaires de fonds, ainsi qu'à leurs conclusions pertinentes.

Tableau 3

Calcul de l'exposition d'un fonds d'investissement selon les méthodes de l'engagement

	Directive AIFM	OPCVM	
	Calcul actuel		Modifications recommandées
Définition de l'exposition	Somme des valeurs absolues de toutes les positions	Exposition et effet de levier supplémentaires générés par l'utilisation d'instruments financiers dérivés	Ajouter la valeur nette d'inventaire
Effet de levier financier	Réutilisation des emprunts de liquidités		
	Montant le plus élevé entre la valeur de marché de l'investissement réalisé ou le montant total des liquidités empruntées	Les emprunts de liquidités non garantis ne sont pas autorisés à des fins d'investissement	Aucun
	Opérations de financement sur titres		
	Valeur de marché de la garantie reçue (liquidités comprises) lors du réinvestissement	Valeur de marché de la garantie reçue (liquidités comprises) lors du réinvestissement	Aucun
Effet de levier synthétique net	Instruments dérivés		
	Somme de la valeur de marché de la position équivalente sur l'actif sous-jacent après prise en compte des accords de compensation et de couverture	Somme de la valeur de marché de la position équivalente sur l'actif sous-jacent après prise en compte des accords de compensation et de couverture	Aucun

Recommandation D(2) — Fréquence et couverture des obligations de déclaration applicables OPCVM et aux sociétés de gestion d'OPCVM

Les données mentionnées dans la recommandation D1 doivent être communiquées sur une base trimestrielle par une partie suffisante et — du point de vue de la stabilité financière — pertinente de l'ensemble de OPCVM et des sociétés de gestion d'OPCVM. La composition du portefeuille des fonds d'investissement, la liquidité des portefeuilles, et le recours à l'effet de levier (notamment à travers le recours à des instruments dérivés), peuvent être soumis à d'importants changements à court terme. De ce fait, des déclarations au moins trimestrielles sont nécessaires pour suivre et, le cas échéant, réagir de manière appropriée aux événements qui pourraient contribuer à l'accumulation des risques pour la stabilité financière. Étant donné les multiples stratégies d'investissement et les différences en termes de taille des OPCVM et des sociétés de gestion d'OPCVM, la mesure dans laquelle des fonds d'investissement individuels ou regroupés pourraient contribuer à un risque systémique est susceptible de varier. Du point de vue de la stabilité financière, des déclarations trimestrielles par un sous-ensemble suffisant d'OPCVM et de sociétés de gestion d'OPCVM seraient appropriées aux fins du suivi et limiteraient dans le même temps la charge de travail globale que représentent ces déclarations pour le secteur.

Le sous-ensemble d'OPCVM devant procéder à des déclarations trimestrielles doit être au minimum composé des OPCVM appliquant la méthode VaR pour mesurer leur exposition globale. En procédant à des transactions de produits dérivés, ces OPCVM appliquent en général des stratégies d'investissement plus complexes, et peuvent avoir recours à un niveau important d'effet de levier. En plus de ce sous-ensemble d'OPCVM, la Commission doit également tenir compte de caractéristiques telles que la taille des AuM et, potentiellement, la stratégie d'investissement et le profil de liquidité, de sorte qu'une proportion suffisamment représentative de l'ensemble des OPCVM et des sociétés de gestion d'OPCVM rendront des comptes sur base trimestrielle.

Pour permettre un suivi efficace des événements et de l'accumulation potentielle des risques pesant sur la stabilité financière dans le secteur des OPCVM plus généralement, il serait nécessaire qu'un sous-ensemble suffisant d'OPCVM et de sociétés de gestion d'OPCVM communique un sous-ensemble suffisant de données au minimum sur une base annuelle. L'introduction de déclarations annuelles pour une proportion suffisante du secteur des OPCVM permettrait, en combinaison avec les données disponibles sur les AIF, le suivi de l'évolution d'ensemble du secteur des fonds d'investissement de l'Union. Il est à souligner que ces déclarations annuelles seraient conformes à la fréquence minimale de déclaration définie par la directive 2011/61/UE. Cela garantirait la possibilité d'un suivi au minimum annuel du risque pour la stabilité financière associé au secteur des fonds d'investissement, tant pour les OPCVM que pour les AIF. Cela permettrait également des comparaisons dans le temps pertinentes entre événements se produisant dans les OPCVM et ceux se produisant dans les AIF, ainsi que l'identification des changements structurels potentiels susceptibles de contribuer à l'accumulation du risque systémique.

Il est conseillé à la Commission de tenir compte du total des AuM des OPCVM et des sociétés de gestion d'OPCVM pour déterminer quelles entités devraient être soumises aux obligations de déclaration annuelles. Le fait de déterminer les obligations de déclaration à partir des AuM est conforme aux pratiques existantes concernant les AIFM. La Commission pourrait également tenir compte d'autres caractéristiques, comme le recours à l'effet de levier au sein des OPCVM, la méthode appliquée pour calculer l'exposition globale et la stratégie d'investissement des OPCVM au moment de déterminer les entités à soumettre aux obligations de déclaration annuelles.

Au titre de la directive 2011/61/UE, les fréquences de déclaration applicables aux AIFM pourraient servir de référence pour déterminer les fréquences applicables aux OPCVM et aux sociétés de gestion d'OPCVM, pour les trois catégories de déclarations (trimestrielle, annuelle et absence de déclaration). Les fréquences actuelles de déclaration ⁽¹⁾ pour les AIFM agréés gérant des AIF au sein de l'Union (conformément à celles des OPCVM et des sociétés de gestion d'OPCVM soumis à un agrément et établis dans l'Union européenne) peuvent être résumées comme suit:

- les AIFM gérant des AIF dont le total des AuM est inférieur au seuil de 100 millions d'euros peuvent choisir d'être agréés et rendre compte annuellement tant au niveau du gestionnaire que de l'AIF,
- si le total des AuM d'un AIFM dépasse le seuil de 100 millions d'euros, mais reste inférieur au seuil de 1 milliard d'euros, l'AIFM est soumis à une obligation de déclaration semestrielle tant au niveau du gestionnaire que de l'AIF, à l'exception des fonds dont les AuM dépassent les 500 millions d'euros,
- si le total des AuM de l'AIFM dépasse le seuil de 1 milliard d'euros, l'AIFM est soumis à une obligation de déclaration trimestrielle tant au niveau du gestionnaire que de l'AIF.

⁽¹⁾ «Orientations relatives aux obligations en matière de comptes rendus en vertu de l'article 3, paragraphe 3, point d) et l'article 24, paragraphes 1, 2 et 4 de la directive GFIA» (AEMF/2014/869FR). Il est à souligner que la synthèse ci-dessus ne tient pas compte des fréquences de déclaration des AIF qui investissent dans des entreprises ou émetteurs non cotés aux fins d'une prise de contrôle — une stratégie d'investissement ne pouvant pas être menée par les OPCVM.

La Commission pourrait se rapprocher de l'AEMF et des ACN pour mettre sur pied une méthode raisonnable pour déterminer le sous-ensemble d'OPCVM et de sociétés de gestion d'OPCVM dans les catégories concernées de déclarations. Se rapprocher de l'AEMF et des ACN donne l'opportunité d'apprendre des expériences actuelles en matière de déclaration au titre de la directive 2011/61/UE lors de l'élaboration du cadre de déclaration applicable aux OPCVM et aux sociétés de gestion d'OPCVM. Il est à souligner que, ce faisant, la Commission — en coopération avec l'AEMF et les ACN — pourrait également envisager des objectifs autres que le suivi des risques en matière de stabilité financière (par exemple, protection des investisseurs) qui pourraient nécessiter des comptes rendus plus fréquents. Une fois mise sur pied, l'obligation de déclaration applicable aux OPCVM et aux sociétés de gestion d'OPCVM devra être réexaminée à un moment donné après sa mise en œuvre afin de s'assurer que son champ d'application et sa fréquence sont appropriés.

La Commission doit s'efforcer de trouver le juste équilibre entre maximiser les bénéfices d'un contrôle renforcé des risques et minimiser les coûts qui seraient générés par de nouvelles obligations de déclaration. À plus long terme, l'ensemble des juridictions devraient bénéficier d'un cadre de déclaration pour les OPCVM qui soit similaire aux systèmes/configurations techniques du cadre de déclaration déjà en vigueur au titre de la directive 2011/61/UE. À court terme, néanmoins, la transition vers de nouvelles obligations de déclaration pour les OPCVM et les sociétés de gestion d'OPCVM générerait des coûts tant pour le secteur des fonds d'investissement que pour les autorités de supervision. Pour les autorités compétentes, les coûts à court terme sont susceptibles de varier, les juridictions actuellement soumises à aucune obligation de déclaration pouvant s'attendre à la charge la plus lourde. Pour le secteur, les coûts d'un nouveau cadre unifié de déclaration pour les OPCVM sont susceptibles de fortement varier entre sociétés de gestion. Par exemple, les gestionnaires de fonds gérant des OPCVM dans différentes juridictions seront confrontés à des coûts initiaux supplémentaires, alors qu'ils constateront une amélioration de l'efficacité globale de la déclaration et une réduction des coûts par rapport à la situation actuelle de différents régimes et exigences de déclaration dans différentes juridictions. De même, les sociétés de gestion gérant tant des OPCVM que des AIF ne devront supporter que des coûts ponctuels limités et effectueront les déclarations concernant leurs OPCVM en utilisant les systèmes/configurations existant(e)s pour leurs AIF. Les petites sociétés de gestion d'OPCVM qui ne gèrent des OPCVM que dans une juridiction subiront probablement les coûts à court terme les plus élevés d'un nouveau régime de déclaration pour les OPCVM, étant donné que les gains d'efficacité seront, au mieux, limités par rapport avec la situation actuelle. Les nouvelles obligations de déclaration en matière de risques impliqueront des coûts administratifs et de conformité supplémentaires liés à la configuration du système de déclaration, ainsi que des coûts périodiques associés à la production des rapports. En contrepartie, ces coûts additionnels pourraient permettre des économies d'échelle et pourraient potentiellement avoir une incidence sur la structure du secteur.

Recommandation D(3) — Harmonisation des déclarations et du partage d'informations

Les ACN doivent être tenues d'échanger les informations communiquées par les OPCVM et les sociétés de gestion d'OPCVM avec d'autres autorités de l'Union, l'AEMF et le CERS. L'échange obligatoire d'informations facilite l'analyse collective de la contribution potentielle des OPCVM à l'accumulation du risque systémique, et permet une réaction commune. De plus, un ou plusieurs OPCVM pourraient, à un moment donné, constituer une source importante de risque de contrepartie vis-à-vis d'un établissement de crédit ou d'un autre établissement ayant une importance systémique dans un ou plusieurs États membres. Cela souligne encore davantage l'importance d'un cadre adapté pour échanger les informations déclarées avec d'autres autorités.

Il est conseillé à la Commission d'appliquer les dispositions et les pratiques actuelles en matière d'échange d'informations au titre de la directive 2011/61/UE au nouveau cadre de déclaration pour les OPCVM ⁽¹⁾. Au titre de la directive 2011/61/UE, les ACN sont tenues de transmettre les informations rassemblées sur les AIFM et les AIF aux autres autorités, à l'AEMF et au CERS. Le partage d'informations entre l'AEMF et le CERS relatif aux données rassemblées en vertu de la directive 2011/61/UE se fonde sur un protocole d'accord. Les ACN de l'État membre d'origine peuvent également demander des informations complémentaires en dehors du cadre de déclaration de manière régulière ou ponctuelle, lorsque cela est considéré nécessaire pour le suivi efficace du risque systémique. Enfin, le partage harmonisé d'informations est également soutenu, au titre de la directive 2011/61/UE, par des normes techniques d'exécution élaborées par l'AEMF définissant les procédures relatives au partage d'informations entre les ACN et entre les ACN et l'AEMF.

II.4.2 Effets indésirables

Un nouveau cadre de déclaration applicable aux OPCVM engendre des coûts relatifs à la collecte des données et au partage des processus devant être mis en œuvre par les sociétés de gestion et les ACN. Toute tentative de renforcer les déclarations des OPCVM et des sociétés de gestion d'OPCVM doit, par conséquent, dûment reconnaître le principe de proportionnalité et chercher à réduire les coûts associés. Un renforcement des obligations de déclaration des OPCVM pourrait notamment imposer une charge de travail indue aux intervenants de plus petite taille du secteur. Le cadre de déclaration applicable aux OPCVM doit, par conséquent, tenir compte de la contribution potentielle de chaque fonds d'investissement à l'accumulation du risque systémique au moment de définir les exigences de comptes rendus. Le cadre de déclaration applicable aux OPCVM doit envisager d'autres façons de réduire les coûts associés, et doit tenir compte des cadres de déclarants existants pour lesquels des normes techniques ont déjà été élaborées par le secteur et les autorités compétentes. Du fait qu'un ensemble de sociétés de gestion d'OPCVM sont également titulaires d'un agrément

⁽¹⁾ Voir notamment les articles 50, 52 et 54 de la directive 2011/61/EU.

en tant que AIFM, et qu'un certains des champs de déclaration sont susceptibles d'être similaires pour les OPCVM et les AIF, il serait notamment raisonnable de fonder le format du cadre de déclaration destiné aux OPCVM sur dispositif existant au titre de la directive 2011/61/UE. Le cadre de déclaration applicable aux OPCVM doit également tenir compte, dans la mesure du possible, des obligations de communication existantes auxquelles sont déjà soumis ces fonds d'investissement. Ainsi, les données relatives aux bilans des fonds d'investissement recueillies par la BCE contiennent déjà des informations détaillées sur l'actif et le passif des fonds d'investissement (voir règlement (UE) n° 1073/2013 de la Banque centrale européenne⁽¹⁾). Ces données ne sont néanmoins pas disponibles pour toute l'Union et ne sont souvent pas suffisamment détaillées pour présenter un aperçu utile du risque de liquidité et de l'effet de levier associés aux fonds d'investissement.

II.5 Recommandation E — Orientations relatives à l'article 25 de la directive 2011/61/UE

II.5.1 Logique économique et effets escomptés

Recommandation E(1) — Évaluation du risque systémique lié à l'effet de levier

Les gestionnaires de fonds d'investissement sont tenus de communiquer aux ACN des données détaillées pour chaque AIF ayant recours à l'effet de levier. Ces données, qui peuvent comprendre jusqu'à 301 éléments, comprennent des informations détaillées sur le recours du fonds d'investissement à l'effet de levier, sa taille, ses stratégies d'investissement, ses expositions principales, sa couverture géographique, la détention et la concentration des investisseurs, les instruments négociés, le risque de marché, le profil de risque de contrepartie, le profil de liquidité (y compris le profil de remboursements), et les aspects opérationnels et autres caractéristiques de risque. Il est à souligner que les AIF dont le ratio de levier est supérieur à trois fois la NAV, calculée selon la méthode de l'engagement, sont considérés comme ayant fortement recours à l'effet de levier. Les gestionnaires de ces fonds d'investissement doivent en plus rendre compte des cinq principales sources de liquidités empruntées ou de titres.

Les données granulaires à la disposition des ACN soutiennent les évaluations du risque systémique lié à l'effet de levier, bien qu'elles laissent suffisamment de place à des méthodes nationales divergentes. Les données communiquées comprennent par exemple deux mesures de l'effet de levier — une mesure brute et également une mesure nette qui représente les expositions à effet de levier à des fins de compensation et de couverture — et les autorités pourraient avoir des avis divergents quant à l'utilisation et l'interprétation de ces mesures. En outre, des déclarations détaillées engendrent des différences nationales sur la question de savoir s'il est nécessaire d'inclure dans une évaluation des informations complémentaires allant au-delà du recours à l'effet de levier. Des différences sont également possibles en ce qui concerne le besoin d'évaluer la contribution du recours à l'effet de levier au sein des AIF à l'accumulation du risque systémique.

La nature internationale du secteur des AIF justifie une approche plus coordonnée de l'évaluation du risque systémique lié à l'effet de levier et des mesures d'atténuation potentielles. En général, les AIF investissent dans des établissements financiers d'autres pays, avec lesquels ils établissent des liens. De ce fait, l'incidence économique potentielle d'une réduction du levier par les fonds d'investissement ou de la défaillance d'un fonds ne se limite pas aux juridictions dans lesquelles les AIF sont établis. Il est également relativement simple pour les gestionnaires de fonds et/ou leurs fonds d'investissement de se délocaliser d'une juridiction à l'autre, ce qui souligne encore l'importance d'une approche mieux coordonnée des évaluations et des mesures d'atténuation potentielles.

Afin de garantir que les ACN suivent une approche cohérente pour évaluer si les conditions de mise en place des mesures liées à l'effet de levier sont réunies, l'AEMF doit, dans un premier temps, fournir des orientations relatives à un ensemble commun d'indicateurs. Ces orientations faciliteraient l'utilisation efficace des nombreuses informations à la disposition des ACN au titre de la directive 2011/61/UE, et encourageraient les ACN à réaliser une évaluation de la mesure dans laquelle le recours à l'effet de levier dans le secteur des AIF contribue à l'accumulation du risque systémique. La mise en œuvre des mesures stratégiques au titre de l'article 25 de la directive 2011/61/UE, notamment les limites macroprudentielles à l'effet de levier ou d'autres restrictions pesant sur la gestion des AIF, nécessite un cadre qui puisse évaluer si les mesures finalement appliquées au niveau des fonds d'investissement limitent véritablement la contribution de l'effet de levier à l'accumulation du risque systémique dans le secteur des AIF.

Afin de soutenir une utilisation harmonisée des indicateurs, l'AEMF est également invitée à fournir des orientations relatives à l'interprétation des indicateurs. L'AEMF met actuellement sur pied un ensemble de données au niveau de l'Union européenne qui comprendra toutes les données communiquées aux ACN au titre de la directive 2011/61/UE au niveau national. Une fois disponible, cet ensemble de données devrait permettre à l'AEMF de développer des perspectives quantitatives sur l'interprétation des indicateurs dans le cadre d'évaluation, par exemple en examinant des résumés statistiques de base relatifs à des indicateurs individuels tels que la moyenne arithmétique, la médiane, les valeurs minimum et maximum déclarées, et la distribution des valeurs déclarées.

⁽¹⁾ Règlement (UE) n° 1073/2013 de la Banque centrale européenne, du 18 octobre 2013, relatif aux statistiques sur les actifs et les passifs des fonds d'investissement (BCE/2013/38) (JO L 297 du 7.11.2013, p. 73).

Le cadre d'évaluation doit comprendre des indicateurs qui font ressortir le niveau, la source et les différents usages de l'effet de levier. L'effet de levier financier par des emprunts ou des opérations de financement sur titres augmente le risque de liquidité de financement d'un fonds d'investissement, du fait que les coûts de crédit ou les exigences de marge pourraient augmenter. En revanche, le recours à l'effet de levier synthétique augmente la sensibilité d'un fonds aux chocs sur les marchés de produits dérivés et le risque que les appels de marge causés par de légères fluctuations de prix à la baisse puissent contraindre un fonds à procéder à une vente d'urgence d'actifs.

Ce cadre doit faire ressortir le plus possible les canaux à travers lesquels le risque systémique peut se concrétiser, comme expliqué ci-dessous.

- a) **Contribution potentielle des différents fonds et du secteur des AIF dans son ensemble au risque de ventes d'urgence.** Le profil de remboursements d'un fonds d'investissement est un aspect du risque de vente d'urgence. Le fait de proposer la possibilité de remboursements à court terme (notamment quotidiennement) et des délais de préavis courts rend les fonds d'investissement vulnérables à des ruées de la part des investisseurs, susceptibles de déclencher une vente d'urgence. Un autre aspect du profil de remboursements d'un fonds d'investissement est sa base d'investisseurs, dans laquelle une forte concentration par type d'investisseur — notamment en combinaison avec une courte fréquence de remboursements — augmente le risque de ventes d'urgence, puisqu'il suffit qu'un investisseur ou un petit nombre d'entre eux décident de se faire rembourser leurs actions. Le profil de liquidité d'un fonds d'investissement est un second aspect de risque de vente d'urgence. La liquidité du portefeuille d'un fonds d'investissement est essentielle pour sa capacité à honorer les demandes de remboursement et/ou les appels de marge sans devoir vendre des actifs en urgence. La capacité à liquider des parts du portefeuille dépend dans une large mesure des caractéristiques du portefeuille du fonds d'investissement. Des aspects tels qu'une forte concentration du risque de crédit de contrepartie ou d'instruments augmentent les chances qu'un fonds d'investissement ait besoin des vendre des actifs d'urgence en cas de défaillance de la contrepartie. Pour les portefeuilles complexes (à savoir ceux qui négocient une proportion élevée d'instruments de gré à gré ou recyclent beaucoup de garanties), ces effets pourraient être encore amplifiés.
- b) **Interconnexions directes des fonds d'investissement et du secteur des AIF dans son ensemble avec les établissements financiers.** Le recours à l'effet de levier peut augmenter le risque qu'un fonds d'investissement soit confronté à des difficultés financières, qui pourraient ensuite être transmises aux contreparties du fonds et au système financier dans son ensemble (le «canal des contreparties»). Les contreparties pourraient être des banques ou des courtiers qui ont des liens de négociation directs avec un fonds d'investissement ayant recours à l'effet de levier ou qui ont accordé des financements importants à un fonds de ce type. Un fonds d'investissement ayant recours à l'effet de levier pourrait également propager des risques au système financier dans son ensemble à travers ses interconnexions avec ses investisseurs et les financements qu'il accorde à d'autres intermédiaires financiers et entreprises (le «canal des interconnexions»). Une manière de faire ressortir les interconnexions directes avec les établissements financiers consiste à mesurer la concentration des expositions d'une contrepartie envers un fonds d'investissement. Les fonds d'investissement peuvent également avoir des liens directs avec des établissements financiers via leur base d'investisseurs et leurs investissements de portefeuille.
- c) **Participation directe ou indirecte des différents fonds d'investissement et du secteur des AIF dans son ensemble à l'intermédiation du crédit.** Les fonds d'investissement ayant recours à l'effet de levier peuvent contribuer à une intermédiation du crédit excessive et au risque d'interruption de ce processus d'intermédiation lors d'un retournement du cycle du crédit. Le recours à l'effet de levier permet aux fonds d'investissement d'accorder directement plus de crédits à l'économie réelle ou d'encourager une intermédiation du crédit plus importante par les banques. Concernant ce dernier point, les fonds d'investissement peuvent fournir des financements directs au secteur bancaire, investir dans des crédits structurés et prendre un risque de crédit à travers des produits dérivés. Un risque systémique pourrait apparaître en raison d'interruptions soudaines de la fourniture de liquidités et de financements à court terme aux établissements financiers, de réductions soudaines de la liquidité du marché pour les instruments financiers importants pour l'intermédiation de crédit ou d'une séparation insuffisante des risques ⁽¹⁾.

L'AEMF doit fournir des orientations relatives à un cadre d'évaluation qui soit exploitable. Bien que les canaux potentiels de risque systémique puissent, en théorie, être classés en catégories générales, ils sont liés entre eux et susceptibles de se renforcer mutuellement en pratique. De plus, les mécanismes sous-jacents contribuant au risque systémique à travers ces canaux peuvent s'avérer complexes et sont susceptibles de changer. Par conséquent, il n'est pas facile de rendre compte de la contribution des fonds d'investissement au risque systémique à travers des indicateurs individuels, ce qui amène à un arbitrage entre l'élaboration d'un cadre simple et applicable et un cadre plus complexe et difficile à mettre en œuvre. En règle générale, le cadre ne doit comporter des indicateurs que lorsqu'ils simplifient considérablement l'évaluation de la contribution des fonds d'investissement et du secteur des AIF dans son ensemble au risque systémique lié à l'effet de levier.

⁽¹⁾ Bengtsson, E., «*Investment funds, shadow banking and systemic risk*», *Journal of Financial Regulation and Compliance*, vol. 24(1), p. 60-73.

De plus, les orientations de l'AEMF relatives au cadre d'évaluation doivent fournir une base suffisante aux ACN pour expliquer leur décision d'adopter des mesures de politique macroprudentielle. Les ACN de l'État membre d'origine de l'AIFM doivent informer l'AEMF, le CERS et les ACN de l'AIF des raisons de toute mesure macroprudentielle prise pour limiter la contribution du recours à l'effet de levier à l'accumulation du risque systémique dans le système financier ou aux risques de désorganisation des marchés⁽¹⁾. Ensuite, l'AEMF doit émettre une recommandation sur la mesure et préciser notamment si les conditions pour prendre des mesures semblent être remplies⁽²⁾. Si les ACN disposent d'un cadre d'évaluation détaillé qu'elles peuvent suivre, il est plus probable qu'elles parviendront à s'entendre avec l'AEMF sur la nécessité de prendre une mesure.

Le tableau 4 présente un exemple d'un ensemble d'indicateurs communs qui pourraient faire partie du cadre d'évaluation recommandé. Ces indicateurs sont issus d'analyses réalisées par la BCE et la Nederlandsche Bank (DNB)⁽³⁾, l'Oesterreichische Nationalbank (OeNB)⁽⁴⁾ et la FCA britannique⁽⁵⁾. Ils facilitent une évaluation du niveau, de la source et des différents usages de l'effet de levier, et ont pour but de faire ressortir autant que possible les canaux à travers lesquels un risque systémique pourrait se concrétiser. L'ensemble des indicateurs peuvent être construits grâce aux informations communiquées aux ACN au titre de l'article 24 de la directive 2011/61/UE.

Tableau 4

Exemple d'un ensemble d'indicateurs pour un cadre d'évaluation des risques en matière de stabilité financière posés par les fonds d'investissement

		INDICATEUR		DESCRIPTION	Identifiant zone de données modèle directive GFIA
		#	NOM		
1. RISQUE D'INCIDENCE SUR LE MARCHÉ	Taille	1.1	Exposition nette	Valeur nette d'inventaire (VNI) * effet de levier au titre de la méthode de l'engagement	53, 295
		1.2	Valeur nette d'inventaire	VNI	53
2. RISQUE DE VENTES D'URGENCE	Effet de levier	2.1	Effet de levier net	Effet de levier au titre de la méthode de l'engagement	295
		2.2	Effet de levier brut à net	Effet de levier brut / effet de levier d'engagement, comme mesure pour l'utilisation de modalités de compensation et de couverture	294, 295
	Profil de remboursements	2.3	Durée de remboursement	Délai minimum en jours que doivent attendre les investisseurs pour retirer leurs placements	194, 195, 196

⁽¹⁾ Voir, par exemple, l'article 25 de la directive 2011/61/UE.

⁽²⁾ Voir, par exemple, l'article 25, paragraphe 6, de la directive 2011/61/UE.

⁽³⁾ Van der Veer, K., Levels, A., Lambert, C., Molestina Vivar, L., Weistroffer, C., Chaudron, R. et de Sousa van Stralen, R., «Developing macroprudential policy for alternative investment funds. Towards a framework for macroprudential leverage limits in Europe: an application for the Netherlands», (2017), étude spéciale conjointe BCE-DNB.

⁽⁴⁾ Lehecka, G. et Ubl, E., «Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer», *Financial Stability Report 30*, OeNB, décembre 2015.

⁽⁵⁾ Financial Conduct Authority, *Hedge Fund Survey*, juin 2015.

		INDICATEUR		DESCRIPTION	Identifiant zone de données modèle directive GFIA
		#	NOM		
	Déficit de financement	2.4	Durée de remboursement moins liquidité de portefeuille perçue en jours	Délai minimum en jours que doivent attendre les investisseurs pour retirer leurs placements moins liquidité de portefeuille telle que communiquée par le gestionnaire d'actifs	194, 195, 196, 178-184
		2.5	Rapport entre valeur nette d'inventaire et actifs hautement liquides	Les actifs hautement liquides comprennent les liquidités et les équivalents de trésorerie (dépôts, billets de trésorerie et autres), actions cotées, valeurs d'investissement émises par des établissements financiers, obligations d'État de l'UE et de pays du G10 non membres de l'UE, et actions de fonds d'investissement	53, 123
		2.6	Part des actifs non liquides (% VNI)	Les actifs non liquides sont notamment les actifs physiques, actions non cotées, placements à risque en obligations d'entreprise et convertibles en actions, et emprunts.	53, 123
	Concentration d'investisseurs et de contreparties	2.7	Concentration d'investisseurs	Part de la valeur nette d'inventaire détenue par les cinq plus grands investisseurs	118
		2.8	Concentration de contreparties	Total net des expositions aux risques de crédit des 5 plus importantes contreparties (% VNI)	165
	3. RISQUE D'EFFETS DE CONTAGION DIRECTS SUR LES ÉTABLISSEMENTS FINANCIERS	Liens à travers investissements	3.1	Investissements dans des établissements financiers	Valeur de longue durée d'investissements en actions cotées et en obligations d'entreprise émises par des établissements financiers en % de la VNI
3.2			Investissements dans des produits structurés et titrisés (% VNI)	Somme des expositions à long terme en TAA, RMBS, TACHC, AMBS, ABCP, obligations sécurisées, CLO, certificats structurés, ETP et autres, en % de la VNI	53, 123

		INDICATEUR		DESCRIPTION	Identifiant zone de données modèle directive GFIA
		#	NOM		
Liens via la base d'investisseurs	3.3	Banques dans la base d'investisseurs (% VNI)	Liens directs avec des établissements financiers comme investisseurs	209	
	3.4	Assureurs dans la base d'investisseurs (% VNI)			
	3.5	Fonds de pension dans la base d'investisseurs (% VNI)			
	3.6	Fonds d'investissement dans la base d'investisseurs (% VNI)			
	3.7	Autres établissements financiers dans la base d'investisseurs (% VNI)			
4. RISQUE D'INTERRUPTION DE L'INTERMÉDIATION DE CRÉDIT DIRECTE	4.1	Investissements en obligations d'entreprise (% VNI)	Somme des valeurs de longue durée des obligations d'entreprise, des obligations convertibles en actions non émises par des établissements financiers (IG & non-IG) en % de la VNI	53, 123	
	4.2	Investissements en prêts d'entreprise (% VNI)	Emprunts avec recours à l'effet de levier & autres en % de la VNI	53, 123	

Recommandation E(2) — Limites macroprudentielles à l'effet de levier

L'AEMF peut aider les ACN à mettre en œuvre des limites à l'effet de levier en proposant des orientations relatives à leur conception, y compris une évaluation de leur efficacité et de leur efficience. La directive 2011/61/UE prévoit la restriction de l'effet de levier lorsqu'il contribue à un «accroissement du risque systémique», mais elle ne propose pas d'autres conseils concernant la conception de ces limites. Les ACN pourraient bénéficier des orientations de l'AEMF relatives à la conception des limites à l'effet de levier, tandis que l'AEMF pourrait s'appuyer sur la recommandation CERS/2013/1 du Comité européen du risque systémique⁽¹⁾. Le CERS recommande que les autorités conçoivent des instruments macroprudentiels efficaces et efficaces pour atteindre leurs objectifs.

Les limites à l'effet de levier pour les AIF peuvent être considérées efficaces si elles traitent les risques i) de ventes d'urgence, ii) d'effets de contagion sur les contreparties financières et iii) de déstabilisation de l'intermédiation du crédit. En traitant ces défaillances du marché, les limites à l'effet de levier renforcent la stabilité financière. En ce qui concerne les objectifs intermédiaires du CERS, les limites à l'effet de levier ciblent le risque d'un «effet de levier excessif»⁽²⁾. L'effet de levier au niveau du système tout entier est excessif lorsqu'il prédispose les économies à des crises financières coûteuses.

Pour que les limites à l'effet de levier soient efficaces, l'instrument doit être simple et les conséquences indésirables doivent être maîtrisées. Les autorités doivent choisir des limites simples à calibrer et à mettre en œuvre, qui encouragent la transparence et évitent l'inaction. En outre, les conséquences indésirables doivent être maîtrisées et les limites à l'effet de levier ne doivent pas donner lieu à un arbitrage de la part des intervenants du marché. Les limites à l'effet de levier doivent également être proportionnelles au risque systémique posé par le recours du fonds d'investissement à l'effet de levier, afin de garantir que le secteur reste capable de fournir des services utiles à l'économie. Par exemple, les fonds d'investissement doivent rester capables d'appliquer des stratégies diverses et actives qui pourraient absorber les chocs en période de tensions sur le marché. Lorsqu'elles déterminent si les limites à l'effet de levier sont nécessaires, ainsi que les types de limites qui seraient proportionnelles au risque systémique, les autorités doivent réaliser une analyse des risques fondée sur les données recueillies conformément à la directive 2011/61/UE et sur les indicateurs de risque issus d'un cadre commun d'évaluation des risques (dont la conception a été proposée par l'AEMF à la recommandation E1).

Aux fins d'information de l'AEMF, le tableau 5 présente un exemple de cadre pour évaluer, en termes d'efficacité et d'efficience, différentes options conceptuelles pour les limites à l'effet de levier. À titre d'exemple, ce tableau évalue trois options conceptuelles de limites constantes à l'effet de levier et considère des limites cycliques. Ces exemples ne représentent pas un ensemble exhaustif de possibilités, et l'évaluation ci-dessous doit être considérée comme un exemple de la manière dont ce cadre pourrait être utilisé pour évaluer différentes options conceptuelles.

Une limite «universelle» pourrait être simple à mettre en œuvre mais elle pourrait avoir d'importantes conséquences indésirables. Une telle limite pourrait limiter efficacement le risque systémique lié à l'effet de levier pour autant qu'elle soit contraignante pour une grande partie du secteur des fonds d'investissement. Cependant, cette approche pourrait avoir comme conséquence indésirable de rendre certains modèles commerciaux non viables, ce qui pourrait avoir une forte influence négative sur la liquidité de différents produits sur le marché financier mondial. En outre, une limite «universelle» restrictive risquerait de nettement réduire la capacité du secteur à absorber les chocs sur le marché jusqu'au point où les gestionnaires de fonds investissent activement et vont à l'encontre des tendances du marché. Enfin, étant donné que de telles limites à l'effet de levier pourraient considérablement limiter les activités du secteur des fonds d'investissement, ces activités risquent de s'orienter vers d'autres parties moins réglementées du secteur financier.

Les limites à l'effet de levier reposant sur le type et/ou le profil des fonds d'investissement pourraient être un instrument utile pour les ACN à court et moyen terme. La différenciation des limites à l'effet de levier sur la base du type et/ou du profil des fonds d'investissement permettrait aux autorités de cibler efficacement les fonds qui contribuent le plus au risque systémique, traitant de ce fait les vulnérabilités structurelles du secteur. Plusieurs possibilités peuvent être envisagées pour cette différenciation en fonction du profil du fonds d'investissement. Par exemple, les autorités souhaitant traiter le risque de ventes d'urgence pourraient envisager l'imposition de limites aux fonds d'investissement qui proposent des remboursements à court terme ou qui investissent dans des actifs moins liquides. En guise d'autre exemple, les autorités préoccupées par la contagion pourraient réfléchir à introduire des limites à l'effet de levier pour les fonds d'investissement présentant des expositions importantes ou concentrées à d'autres établissements financiers. L'AEMF pourrait aider les autorités en proposant des orientations relatives au profilage des fonds d'investissement aux

⁽¹⁾ Recommandation CERS/2013/1 du Comité européen du risque systémique du 4 avril 2013 sur les objectifs intermédiaires et les instruments de la politique macroprudentielle (JO C 170 du 15.6.2013, p. 1).

⁽²⁾ Voir par exemple la recommandation CERS/2013/1 pour un aperçu des objectifs intermédiaires et une cartographie des instruments macroprudentiels existants et potentiels.

fins de l'évaluation du risque lié à l'effet de levier et de l'application de limites macroprudentielles. En réponse aux différents niveaux d'effet de levier, les autorités pourraient avoir des limites différentes pour chaque type de fonds d'investissement. Un désavantage de cette solution est que les fonds d'investissement pourraient essayer de jouer avec ces limites en cherchant à obtenir une meilleure place dans la classification des fonds ⁽¹⁾. L'imposition de critères pour la classification des AIF parmi les types de fonds d'investissement pourrait par conséquent se justifier.

Tableau 5

Exemple de cadre pour évaluer les options conceptuelles pour les limites à l'effet de levier en termes d'efficacité et d'efficience

	Options conceptuelles pour des limites à l'effet de levier	Limites constantes à l'effet de levier			Limites cycliques
		1	2	3	
		Limite universelle	Limites par type de fonds	Limites par profil de fonds	
Efficacité	Ventes d'urgence	Efficace pour limiter toute défaillance de marché si cette limite est contraignante pour une part importante des fonds ayant recours à l'effet de levier	Efficaces pour limiter toute défaillance de marché si ces limites sont contraignantes pour une part importante des fonds ayant recours à l'effet de levier	Efficaces pour cibler les fonds à effet de levier ayant des portefeuilles relativement illiquides et/ou de courts délais de remboursement	Les options conceptuelles 1 à 3 pourraient être appliquées de manière variable. Ces conceptions auraient un effet identique, mais les limites cycliques à l'effet de levier seraient mieux adaptées pour limiter l'accumulation des risques dans la phase ascendante et la matérialisation des risques dans la phase descendante du cycle financier
	Externalités dues à la contrepartie et à l'interconnexion			Efficaces pour cibler les fonds à effet de levier ayant des liens directs étroits avec les établissements financiers	
	Intermédiation du crédit excessive			Efficaces pour cibler les fonds à effet de levier investissant dans des obligations et prêts d'entreprise	
Efficience	Proportionnalité	Une faible limite pourrait rendre non viables certains types de fonds (à savoir les fonds spéculatifs), tandis qu'une limite élevée n'empêchera pas une augmentation généralisée de l'effet de levier	Ces limites ciblent les types de fonds dont le recours à l'effet de levier est relativement élevé (par exemple, les fonds spéculatifs), mais ne différencient pas les différents profils de risque au sein d'un type de fonds	Ces limites ciblent différents profils de risque généraux parmi les types de fonds	La proportionnalité dépendrait de l'option conceptuelle choisie

⁽¹⁾ Au titre de la directive 2011/61/UE, les gestionnaires de fonds peuvent choisir leur type de fonds.

	Options conceptuelles pour des limites à l'effet de levier	Limites constantes à l'effet de levier			Limites cycliques
		1	2	3	
		Limite universelle	Limites par type de fonds	Limites par profil de fonds	
Résistance à l'arbitrage	Pas de possibilité d'arbitrage	Possibilité d'arbitrage limitée du fait que des fonds mixtes pourraient tenter d'obtenir une classification plus favorable	Arbitrage peu probable avec un nombre limité de profils strictement définis	La possibilité d'arbitrage dépendrait de l'option conceptuelle choisie	
Complexité du calibrage	Option conceptuelle la plus simple	Relativement simples avec un nombre limité de types de fonds strictement définis	Relativement simples avec un nombre limité de profils de fonds strictement définis	Nécessitent un indicateur de cycle d'effet de levier et une mesure de la contribution des fonds, ce qui renforce la complexité du calibrage	

Source: Van der Veer et al., tableau 4.1 (2017).

À plus long terme, l'effet de levier cyclique pourrait également être envisagé. Les autorités pourraient également envisager d'utiliser une option conceptuelle donnée (par exemple, limite «universelle», limite par type de fonds ou limite par profil de fonds) de façon cyclique. Les limites cycliques seraient mieux adaptées que les limites constantes pour freiner l'accumulation et la matérialisation des risques dans les phases ascendantes et descendantes du cycle financier, respectivement. Cependant, une approche cyclique ne serait pas possible à court et moyen terme, car elle nécessiterait une mesure du cycle financier et un indicateur relatif à la contribution du fonds, ce qui renforcerait la complexité de cette mesure. En adoptant la même approche que celle appliquée pour les limites à l'effet de levier au titre de Bâle III, l'accent à court terme pourrait être placé sur les limites constantes. Les limites cycliques pourraient être envisagées lorsque les autorités auront acquis plus d'expérience dans la mise en œuvre de limites constantes.

Les limites à l'effet de levier doivent être fondées sur les mesures de l'effet de levier au titre de la directive 2011/61/UE afin d'encourager la transparence et une application uniforme, et d'éviter l'arbitrage réglementaire. Le recours à des mesures communes en matière d'effet de levier aide les autorités à parvenir à une application cohérente des limites à l'effet de levier en Europe. Il renforce également la transparence de la mesure et sa facilité de mise en œuvre. En outre, l'utilisation de mesures communes contribue à limiter l'arbitrage réglementaire de la part des gestionnaires de fonds. Étant donné les aspects complexes liés à la mesure de l'effet de levier, les autorités doivent idéalement consolider les concepts et mesures existants utilisés pour rendre compte de l'effet de levier au titre de la directive 2011/61/UE.

Un examen périodique des limites à l'effet de levier entraînera i) des améliorations fondées sur l'expérience et ii) un alignement sur les normes internationales. On pourrait faire valoir que les mesures relatives à l'effet de levier au titre de la directive 2011/61/UE ne sont pas encore parfaitement définies, ou que ce mesures finiront pas s'écarter des normes internationales (telles que celles élaborées par l'OICV). Néanmoins, un avantage majeur de l'utilisation des mesures relatives à l'effet de levier au titre de la directive 2011/61/UE est que les améliorations futures potentielles en matière de mesure de l'effet de levier sont automatiquement et systématiquement prises en compte lorsqu'un processus d'examen régulier est en place. Un processus d'examen régulier apporterait également de la cohérence vis-à-vis des normes internationales (CSF, OICV). Un examen périodique de la limite à l'effet de levier serait conforme à la recommandation CERS/2013/1⁽¹⁾.

Les orientations relatives aux critères d'application des limites à l'effet de levier aident les ACN à mettre en œuvre les limites à l'effet de levier. Des orientations claires renforcent une application cohérente en Europe et atténuent l'inaction.

⁽¹⁾ Voir, par exemple, la recommandation D de CERS/2013/1.

L'AEMF pourrait aider les autorités à mettre en œuvre les limites à l'effet de levier en proposant des orientations relatives à la manière dont les autorités sont censées équilibrer mesures fondées sur des règles et mise en œuvre discrétionnaire de ces mesures. Un équilibre doit être établi entre la facilité de mettre en œuvre des mesures fondées sur des règles et la flexibilité d'exercer un certain pouvoir d'appréciation.

Recommandation E(3) — Procédure de notification

L'AEMF doit élaborer une procédure claire de notification pour les décisions prises par les ACN au titre de l'article 25 de la directive AIFM. Une telle procédure de notification harmonisée permet aux ACN d'informer l'AEMF de manière efficace. Elle permet aussi à l'AEMF et au CERS d'analyser ces notifications de manière efficace et efficiente.

Recommandation E(4) — Analyse comparative

Afin de promouvoir davantage un niveau de réglementation et de supervision fiable, efficace et cohérent, il est recommandé à l'AEMF de soumettre les ACN à une analyse comparative de l'exercice de leurs pouvoirs au titre de l'article 25, paragraphe 3, de la directive 2011/61/UE. Cette analyse comparative pourrait, par exemple, fournir une indication des circonstances dans lesquelles ces pouvoirs ont été exercés et des exigences imposées pour faire face à différentes situations. Cela pourrait contribuer à l'identification de meilleures pratiques. L'AEMF doit également discuter des résultats de cette analyse comparative avec ses membres et partager les connaissances relatives aux mesures prises par les ACN avec les autorités macroprudentielles nationales et le CERS.

Bien que les résultats des exercices d'analyse comparative soient non contraignants, ils peuvent être appliqués par les ACN pour améliorer leurs propres pratiques. Des exercices d'analyse comparative ont, par exemple, été réalisés en ce qui concerne l'évaluation par les ACN des méthodes internes appliquées au calcul des exigences de fonds propres par les banques ⁽¹⁾ et des scénarios de plan de sauvetage en vertu de la directive 2014/59/UE du Parlement européen et du Conseil ⁽²⁾ ⁽³⁾. Ces exercices illustrent l'utilité des analyses comparatives pour comparer les pratiques prudentielles, dont elles encouragent la convergence, et améliorer la prise de décision parmi les ACN, tout en maintenant un pouvoir prudentiel discrétionnaire. Cette analyse comparative pourrait également contribuer à informer des actes délégués de la Commission au titre de l'article 25, paragraphe 9, de la directive 2011/61/UE (principes précisant les circonstances dans lesquelles les ACN appliquent les dispositions prévues à l'article 25, paragraphe 3, compte tenu des différentes stratégies des AIF, des différentes conditions de marché dans lesquelles opèrent les AIF, et d'éventuels effets procycliques résultant de l'application de ces dispositions).

II.5.2 Effets indésirables

Un compromis existe entre le niveau d'harmonisation et les pouvoirs discrétionnaires à la disposition des autorités compétentes. La présente recommandation ayant pour but d'encourager une méthode harmonisée pour la mise en œuvre de l'article 25, certaines limites aux pouvoirs discrétionnaires des ACN sont à prévoir. En effet, le pouvoir de l'AEMF d'élaborer des orientations a pour but de promouvoir la convergence de la supervision. Néanmoins, un effet extrême pourrait être que les orientations de l'AEMF relatives au cadre d'évaluation des risques et à la conception, au calibrage et à la mise en œuvre de limites macroprudentielles à l'effet de levier pourraient créer des obstacles indésirables à l'exercice par les ACN de leurs pouvoirs discrétionnaires d'application de limites macroprudentielles à l'effet de levier dans les AIF gérés par des gestionnaires de fonds de leur juridiction.

⁽¹⁾ <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+CCR+benchmarking+2014>

⁽²⁾ Directive 2014/59/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 établissant un cadre pour le redressement et la résolution des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et modifiant la directive 82/891/CEE du Conseil ainsi que les directives du Parlement européen et du Conseil 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE et 2013/36/UE et les règlements du Parlement européen et du Conseil (UE) n° 1093/2010 et (UE) n° 648/2012 (JO L 173 du 12.6.2014, p. 190).

⁽³⁾ Voir rapport <https://www.eba.europa.eu/-/eba-benchmarks-approaches-on-scenarios-in-recovery-plans>.

Références

Banque d'Angleterre (2015), *Financial Stability Report*, n° 38, décembre.

Banque d'Angleterre (2016), *Financial Stability Report*, n° 39, juillet, page 8.

Banque d'Angleterre (2016), *Financial Stability Report*, n° 40, novembre.

Bengtsson, E. (2016), «*Investment funds, shadow banking and systemic risk*», *Journal of Financial Regulation and Compliance*, vol. 24, n° 1, p. 60-73.

Clerc, L., Giovannini, A., Langfield, S., Peltonen, T., Portes, R. et Scheicher, M. (2016), «*Indirect contagion: the policy problem*», CERS, *Occasional Paper Series*, n° 9, janvier.

Cohn, C., Milliken, D. et Jessop, S., (2016), *Number of UK property funds suspended since Brexit vote doubles*, août, disponible à l'adresse: <http://uk.reuters.com/article/uk-britain-eu-property/number-of-uk-property-funds-suspended-since-brexit-vote-doubles-idUKKCN0ZL13H>

Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (2010), «*CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS*», *Compte rendu*, juillet.

Règlement délégué (UE) n° 231/2013 de la Commission, du 19 décembre 2012, complétant la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les dérogations, les conditions générales d'exercice, les dépositaires, l'effet de levier, la transparence et la surveillance (JO L 83 du 22.3.2013, p. 1).

Directive 2007/16/CE de la Commission du 19 mars 2007 portant application de la directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), en ce qui concerne la clarification de certaines définitions (JO L 79 du 20.3.2007, p. 11).

Directive 2010/43/UE de la Commission du 1^{er} juillet 2010 portant mesures d'exécution de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles, les conflits d'intérêts, la conduite des affaires, la gestion des risques et le contenu de l'accord entre le dépositaire et la société de gestion (JO L 176 du 10.7.2010, p. 42).

Constâncio, Vítor (2016), *Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union*, discours à l'occasion de la conférence conjointe de la Commission européenne et de la Banque centrale européenne sur l'intégration et la stabilité financières en Europe, Francfort-sur-le-Main, Allemagne, avril.

Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (refonte) (JO L 302 du 17.11.2009, p. 32).

Directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010 (JO L 174 du 1.7.2011, p. 1).

Directive 2014/59/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 établissant un cadre pour le redressement et la résolution des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et modifiant la directive 82/891/CEE du Conseil ainsi que les directives du Parlement européen et du Conseil 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE et 2013/36/UE et les règlements du Parlement européen et du Conseil (UE) n° 1093/2010 et (UE) n° 648/2012 (JO L 173 du 12.6.2014, p. 190).

Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE (JO L 173 du 12.6.2014, p. 349).

Autorité bancaire européenne (2014), *Counterparty credit risk (internal model method and credit valuation adjustment) benchmarking exercise*, rapport, disponible à l'adresse: <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+CCR+benchmarking+2014>

Autorité bancaire européenne (2015), *Recovery planning. Comparative report on the approach taken on recovery plan scenarios*, rapport, décembre, disponible à l'adresse: <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/Report+on+benchmarking+scenarios+in+recovery+plans.pdf>

Banque centrale européenne (2016), *Financial Stability Review*, mai.

Commission européenne (2012), *Consultation on the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) — Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments*, disponible à l'adresse: http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions_en.htm

Association européenne de la gestion d'actifs et de fonds (2017), *Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017*, décembre.

Autorité européenne des marchés financiers (2014), *Orientations relatives aux obligations en matière de comptes rendus en vertu de l'article 3, paragraphe 3, point d) et l'article 24, paragraphes 1, 2 et 4 de la directive GFIA*, (AEMF/2014/869FR), août.

Autorité européenne des marchés financiers (2015), *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, n° 2.

Autorité européenne des marchés financiers (2016), *Key principles for a European framework on loan origination by funds*, AEMF/2016/596, Opinion, avril, disponible à l'adresse: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-596_opinion_on_loan_origination.pdf

Comité européen du risque systémique (2016), *EU Shadow Banking Monitor*, n° 1, juillet.

Comité européen du risque systémique (2017), *EU Shadow Banking Monitor*, n° 2, mai.

Financial Conduct Authority (2015), *Hedge Fund Survey*, juin.

Financial Conduct Authority (2017), *Illiquid assets and open-ended investment funds*, note de réflexion (DP 17/1), février.

Conseil de stabilité financière (2017), *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, janvier.

Financial Stability Oversight Council (2016), *Update on Review of Asset Management Products and Activities*, avril.

Organisation internationale des commissions de valeurs (2015), *Liquidity Management Tools in Collective Investment Schemes: Results from an IOSCO Committee 5 survey to members*, rapport final, FR28/2015, décembre.

Organisation internationale des commissions de valeurs (2017), *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management — Good Practices and Issues for Consideration*, rapport de consultation, CR05/2017, juillet.

Jones, S. (2016), *The Week Brexit Got Real for Investors in Property Funds*, juillet, disponible à l'adresse: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-11/the-week-brexit-got-real-for-investors-in-frozen-property-funds>

Lehecka, G. et Ubl, E. (2015), «*Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer*», OeNB, *Financial Stability Report*, n° 30, décembre.

Maijoor, Steven (2015), *Measuring and assessing stability risks in financial markets*, discours à l'occasion de l'atelier du CERS sur le système bancaire parallèle, Francfort-sur-le-Main, Allemagne, mai.

Marriage, M. (2016), *Contagion worries rise over property fund suspension*, juillet, disponible à l'adresse: <https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1>

Moshinsky, B. (2016), *Bear Stearns, the sequel: Property fund suspensions are on the cusp of triggering the next financial crisis*, juillet, disponible à l'adresse: <http://uk.businessinsider.com/guide-why-uk-property-fund-suspensions-trigger-financial-crisis-risks-analysis-2016-7>

Recommandation CERS/2012/1 du Comité européen du risque systémique du 20 décembre 2012 concernant les organismes de placement collectif monétaires (JO C 146 du 25.5.2013, p. 1).

Recommandation CERS/2013/1 du Comité européen du risque systémique du 4 avril 2013 sur les objectifs intermédiaires et les instruments de la politique macroprudentielle (JO C 170 du 15.6.2013, p. 1).

Recommandation CERS/2014/1 du Comité européen du risque systémique du 18 juin 2014 sur les orientations concernant la fixation des taux de coussin contracyclique (JO C 293 du 2.9.2014, p. 1).

Règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (JO L 201 du 27.7.2012, p. 1).

Règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 (JO L 176 du 27.6.2013, p. 1).

Règlement (UE) n° 1073/2013 de la Banque centrale européenne, du 18 octobre 2013, relatif aux statistiques sur les actifs et les passifs des fonds d'investissement (BCE/2013/38) (JO L 297 du 7.11.2013, p. 73).

Règlement (UE) n° 909/2014 du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres, et modifiant les directives 98/26/CE et 2014/65/UE ainsi que le règlement (UE) n° 236/2012 (JO L 257 du 28.8.2014, p. 1).

Règlement (UE) 2017/1131 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 sur les fonds monétaires (JO L 169 du 30.6.2017, p. 8).

U.S. Securities and Exchange Commission (2016), Investment Company Liquidity Risk Management Programs, 17 CFR Parties 210, 270, 274, numéros 33-10233, IC-32315, fichier n° S7-16-15, RIN 3235-AL61, disponible à l'adresse: <https://www.sec.gov/rules/final/2016/33-10233.pdf>

Van der Veer, K., Levels, A., Chaudron, R., Grill, M., Molestina Vivar, L., Petrescu, M. et Weistroffer, C. (2016), «Towards a framework for calibrating macroprudential leverage limits for alternative investment funds», *Special Feature «A», Financial Stability Review*, BCE, novembre, p. 123-133.

Van der Veer, K., Levels, A., Lambert, C., Molestina Vivar, L., Weistroffer, C., Chaudron, R. et de Sousa van Stralen, R. (2017) *Developing macroprudential policy for alternative investment funds. Towards a framework for macroprudential leverage limits in Europe: an application for the Netherlands*, étude spéciale conjointe BCE-DNB.

White, Mary Jo (2014), *Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry*, discours à l'occasion de la conférence «New York Times DealBook Opportunities for Tomorrow» tenue au One World Trade Center, New York, N.Y., décembre.

Appendice

Tableau A1

Disponibilité des instruments de gestion de la liquidité dans les États membres de l'Union (source: AEMF)

	AT	BE	BG	CY	CZ	DE	DK	EE	ES	FI	FR	GR	HR	HU	IE	IS	IT	LI	LT	LU	LV	MT	NL	NO	PT	RO	SE	SI	SK	UK	
Plafonnement des rachats (<i>gates</i>)	NON	NON	NON	OUI	NON	NON	NON	OUI	OUI	NON	OUI	NON	NON	NON	OUI	NON	OUI	OUI	NON	OUI	NON	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	NON	NON	OUI	OUI	
Cantonnements d'actifs	OUI	NON	NON	OUI	NON	NON	NON	OUI	OUI	NON	OUI	NON	NON	NON	OUI	NON	OUI	OUI	NON	OUI	NON	OUI	OUI	OUI	NON	NON	NON	OUI	NON	NON	
Prélèvement anti-dilution	NON	NON	NON	OUI	NON	NON	NON	OUI	NON	NON	OUI	NON	NON	NON	OUI	NON	OUI	OUI	NON	OUI	NON	NON	OUI	NON	OUI	OUI	NON	NON	NON	OUI	
Droits de remboursement	OUI	NON	NON	OUI	NON	OUI	NON	OUI	NON	OUI	OUI	NON	NON	NON	OUI	NON	OUI	OUI	NON	OUI	NON	NON	OUI	NON	OUI						
Remboursements en nature	OUI	NON	NON	OUI	NON	OUI	NON	OUI	OUI	OUI	OUI	NON	OUI	NON	OUI	NON	OUI	OUI	NON	OUI	NON	OUI	OUI	NON	OUI	NON	NON	NON	OUI	NON	OUI
Suspension des remboursements	OUI																														
<i>Swing pricing</i>	OUI	NON	NON	OUI	NON	NON	NON	OUI	NON	OUI	OUI	NON	NON	NON	OUI	NON	NON	OUI	NON	OUI	NON	NON	OUI	OUI	NON	NON	NON	NON	NON	NON	OUI
Emprunts à court terme	OUI	NON	OUI	OUI	OUI	OUI	NON	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	NON	NON	OUI	OUI	OUI	OUI	NON	OUI	NON	OUI	OUI	NON	OUI	OUI	NON	OUI	OUI	OUI	OUI
Coussins de liquidité obligatoires	OUI	NON	OUI	NON	OUI	NON	NON	NON	NON	NON	NON	OUI	NON																		
Lettres d'accompagnement	OUI	NON	NON	NON	NON	NON	NON	OUI	OUI	NON	NON	NON	NON	NON	OUI	NON	NON	OUI	NON	OUI	NON	OUI	OUI	NON	OUI						
Autres outils/mesures	NON	NON	NON	NON	NON	OUI	NON	NON	OUI	NON	OUI	NON	NON	NON	NON	NON	OUI	NON	NON	OUI	NON	NON	NON	NON	NON	NON	OUI	NON	NON	NON	OUI