

I

(Résolutions, recommandations et avis)

RECOMMANDATIONS

COMITÉ EUROPÉEN DU RISQUE SYSTÉMIQUE

RECOMMANDATION DU COMITÉ EUROPÉEN DU RISQUE SYSTÉMIQUE

du 6 mai 2020

sur les risques de liquidité des fonds d'investissement

(CERS/2020/4)

(2020/C 200/01)

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⁾, 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⁾, notamment son article 15, paragraphe 3, point e), et ses articles 18 à 20,

considérant ce qui suit:

- (1) La pandémie de la maladie à coronavirus 2019 (COVID-19) et les mesures de confinement nécessaires y afférentes représentent un choc majeur et sans précédent pour les économies européennes. Dans ce contexte, lors de sa réunion du 2 avril 2020, le conseil général du Comité européen du risque systémique (CERS) a annoncé qu'il concentrerait son attention sur cinq domaines prioritaires dans lesquels la coordination entre les autorités de l'Union devrait être particulièrement importante pour préserver la stabilité financière de l'Union ⁽³⁾. L'un de ces cinq domaines prioritaires concerne la liquidité des marchés financiers et les conséquences pour les gestionnaires d'actifs et les assureurs.
- (2) La forte baisse des cours des actifs, observée au début de la pandémie de COVID-19, s'est accompagnée de remboursements importants par certains fonds d'investissement et d'une nette détérioration de la liquidité des marchés financiers. Alors que les conditions du marché se sont ensuite stabilisées, en grande partie en raison des mesures décisives prises par les banques centrales, les autorités de surveillance et les gouvernements au sein de l'Union et au niveau international, des incertitudes majeures subsistent quant aux perspectives macrofinancières.
- (3) Les évaluations précédentes du CERS ⁽⁴⁾ concernant l'intermédiation financière non bancaire ont mis en lumière des vulnérabilités potentielles découlant des fonds d'investissement dont les périodes de remboursement sont courtes alors qu'ils investissent dans des actifs moins liquides. Ces décalages de liquidité augmentent le risque de pressions supplémentaires sur les évaluations des actifs en période de tensions, dans le cas où les fonds d'investissement

⁽¹⁾ JO L 331 du 15.12.2010, p. 1.

⁽²⁾ JO C 58 du 24.2.2011, p. 4.

⁽³⁾ Voir le communiqué de presse publié après la réunion du conseil général du CERS du 2 avril 2020, disponible à l'adresse suivante: <https://www.esrb.europa.eu/news/pr/date/2020/html/esrb.pr200409~a26cc93c59.en.html>

⁽⁴⁾ Voir, par exemple, le rapport annuel «EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2019», disponible à l'adresse suivante: https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/nbfi_monitor/esrb.report190717_NBFImonitor2019~ba7c155135.en.pdf?aad1f4a011a6d589537645242475aa89

cherchent à vendre des actifs moins liquides sur une courte période pour faire face à des remboursements. Cela est susceptible d'engendrer une augmentation des pertes évaluées à la valeur du marché pour d'autres établissements financiers exposés à des actifs identiques ou corrélés, ou bien un durcissement brutal des conditions financières.

- (4) Les règles de l'Union en vigueur imposent des obligations spécifiques aux sociétés de gestion de fonds, en matière de gestion du risque de liquidité, pour les fonds dont elles assurent la gestion ⁽⁵⁾. En ce qui concerne les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), le profil de liquidité des investissements de l'OPCVM doit être adapté à la politique de remboursement prévue dans le règlement du fonds, les documents constitutifs ou le prospectus. De même, en ce qui concerne les fonds d'investissement alternatifs (FIA), la stratégie d'investissement, le profil de liquidité et la politique de remboursement doivent être cohérents ⁽⁶⁾. Ces règles sont complétées par les orientations de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) relatives aux scénarios de simulations de crise de liquidité dans les OPCVM et les FIA, selon lesquelles les gestionnaires de fonds devraient régulièrement tester la résilience de leurs fonds au risque de liquidité dans des conditions de liquidité normales et exceptionnelles ⁽⁷⁾.
- (5) La présente recommandation vise à améliorer le niveau de réaction à d'éventuels chocs futurs défavorables susceptibles d'entraîner une détérioration de la liquidité des marchés financiers, laquelle pourrait avoir des implications négatives pour les conditions de la stabilité financière dans l'Union.
- (6) Le CERS reconnaît que le secteur des fonds d'investissement de l'Union est vaste et varié. Compte tenu de ces informations, le CERS a établi que deux segments étaient des domaines particulièrement prioritaires, devant faire l'objet d'une surveillance renforcée du point de vue de la stabilité financière.
- (7) Le premier de ces segments est celui des fonds d'investissement fortement exposés à la dette d'entreprises. Peu après le début de la pandémie de COVID-19, les fonds d'investissement investissant dans la dette d'entreprises ont procédé à des remboursements importants. Par ailleurs, les fonds d'investissement détiennent une part importante du stock des obligations non financières d'entreprises en circulation dans l'Union. De futures pressions en termes de remboursement, exercées par des fonds ouverts à courts délais de remboursement, pourraient résulter en une vente rapide des actifs moins liquides par les gestionnaires de fonds, contribuant ainsi à une détérioration des conditions de liquidité sur les marchés de la dette d'entreprises. Cela pourrait avoir des effets de contagion néfastes sur d'autres établissements financiers exposés à ces actifs, tels que les compagnies d'assurance, les fonds de pension ou les banques, ou des conséquences négatives, pour les sociétés non financières, sur le coût et la disponibilité du financement par le marché.
- (8) Le second segment que le CERS a reconnu comme étant un domaine particulièrement prioritaire, devant faire l'objet d'une surveillance renforcée du point de vue de la stabilité financière, est celui des fonds d'investissement fortement exposés à l'immobilier. Les restrictions de santé publique nécessaires pour contenir la diffusion de la COVID-19 pourraient entraîner une baisse du volume des transactions immobilières et une hausse des incertitudes en matière d'évaluation. On estime que les fonds de placements immobiliers détiennent environ un tiers du marché de l'immobilier commercial de l'Union. Des remboursements futurs par des fonds d'investissement ayant des participations immobilières importantes pourraient favoriser des pressions à la baisse sur les évaluations immobilières s'ils s'accompagnaient de ventes d'actifs immobiliers dans un contexte de faibles volumes de transactions. Cela pourrait avoir des répercussions néfastes sur d'autres établissements financiers ayant des expositions dans l'immobilier, y compris ceux qui utilisent des biens immobiliers pour garantir des prêts.
- (9) Pour s'assurer que le système financier de l'Union contribue à absorber le choc de la COVID-19 plutôt qu'à l'amplifier, une coordination majeure est nécessaire à la fois entre les autorités de surveillance responsables des différents segments des marchés financiers et par-delà les frontières. Tel est particulièrement le cas pour les activités sur les marchés de capitaux, y compris celles des fonds d'investissement, qui se caractérisent par d'importants flux transfrontaliers et dont le bon fonctionnement dépend d'un certain nombre d'acteurs au sein du système financier.

⁽⁵⁾ Voir l'article 40, 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).

⁽⁶⁾ Voir l'article 16, paragraphe 2, de la 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).

⁽⁷⁾ Rapport final de l'AEMF: Orientations relatives aux scénarios de simulations de crise de liquidité dans les OPCVM et les FIA, 2 septembre 2019, disponible à l'adresse suivante: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-39-882_final_report_guidelines_on_lst_in_ucits_and_aifs.pdf

- (10) Le CERS reconnaît le travail hautement prioritaire actuellement accompli par l'AEMF pour renforcer la convergence en matière de surveillance dans la gestion du risque de liquidité des gestionnaires de fonds. Cela comprend l'action de surveillance commune en matière de gestion du risque de liquidité des gestionnaires d'OPCVM, annoncée en 2020 ⁽⁸⁾, et la coordination, actuellement assurée par l'AEMF, des mesures de surveillance face à la COVID-19.
- (11) La présente recommandation est sans préjudice des mandats de politique monétaire des banques centrales de l'Union.
- (12) Les recommandations du CERS sont publiées après que l'intention du conseil général du CERS de procéder à la publication a été portée à la connaissance des destinataires et du Conseil de l'Union européenne et que ce dernier a eu la possibilité de réagir,

A ADOPTÉ LA PRÉSENTE RECOMMANDATION:

SECTION 1

RECOMMANDATION

Recommandation A — Coordination de l'engagement de surveillance avec les fonds d'investissement pour évaluer leur niveau de préparation

Il est recommandé que l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF):

- 1) organise, en coordination avec les autorités compétentes nationales, un exercice de surveillance ciblé avec les fonds d'investissement ayant des expositions importantes à la dette d'entreprises et aux actifs immobiliers, pour évaluer le niveau de préparation de ces deux segments du secteur des fonds d'investissement à d'éventuels chocs futurs défavorables, y compris une éventuelle reprise des remboursements importants et/ou une augmentation des incertitudes en matière d'évaluation; et
- 2) rende compte au CERS de son analyse et des conclusions tirées à propos du niveau de préparation des fonds d'investissement concernés.

SECTION 2

MISE EN ŒUVRE

1. Définitions

1. Aux fins de la présente recommandation, on entend par:

- a) «autorité compétente nationale» (ACN): l'autorité compétente au sens de l'article 2, paragraphe 1, point h), de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil ⁽⁹⁾ ou de l'article 4, paragraphe 1, point f), de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil ⁽¹⁰⁾;
- b) «fonds d'investissement»: i) un organisme de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) au sens de l'article 1^{er}, paragraphe 2, de la directive 2009/65/CE qui a été agréé conformément à l'article 5 de ladite directive; et ii) un fonds d'investissement alternatif au sens de l'article 4, paragraphe 1, point a), de la directive 2011/61/UE.

2. Critères de mise en œuvre

1. La mise en œuvre de la présente recommandation satisfait aux critères suivants:

- a) il convient de tenir dûment compte du principe de proportionnalité, en considérant l'objectif et le contenu de la recommandation;
- b) il convient de respecter les critères de conformité particuliers énoncés en annexe.

⁽⁸⁾ Voir le communiqué de presse de l'AEMF du 30 janvier 2020, disponible à l'adresse suivante: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-launches-common-supervisory-action-ncas-ucits-liquidity-risk-management>

⁽⁹⁾ 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).

⁽¹⁰⁾ 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. Calendrier du suivi

1. Conformément à l'article 17, paragraphe 1, du règlement (UE) n° 1092/2010, les destinataires doivent communiquer au Parlement européen, au Conseil, à la Commission et au CERS les mesures prises en réaction aux recommandations et justifier toute absence de mesures. Il est demandé à l'AEMF de communiquer ces informations au plus tard le 31 octobre 2020.

4. Suivi et évaluation

1. Le cas échéant, le secrétariat du CERS:
 - a) aidera l'AEMF en contribuant à certaines parties de l'analyse du point de vue de la stabilité financière;
 - b) coordonnera la procédure de suivi;
 - c) fournira une assistance à la demande de l'AEMF.
2. Le conseil général évaluera les mesures et les justifications communiquées par l'AEMF et pourra, le cas échéant, considérer que la présente recommandation n'a pas été suivie et que l'AEMF n'a pas justifié son absence de mesures de manière appropriée.

Fait à Francfort-sur-le-Main, le 6 mai 2020.

*Chef du secrétariat du CERS,
au nom du conseil général du CERS,*
Francesco MAZZAFERRO

ANNEXE

CRITÈRES DE CONFORMITÉ À LA RECOMMANDATION

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

1. Pour permettre un exercice ciblé et en temps utile, il convient que l'AEMF assure une coordination avec les ACN pour:
 - a) identifier les fonds d'investissement de l'Union ayant des expositions particulièrement élevées aux marchés de la dette d'entreprises et de l'immobilier et qui sont particulièrement importants du point de vue macroprudentiel. En limitant la portée de l'exercice à ces fonds, la présente recommandation vise à en garantir la réalisation dans le temps disponible. Il est également permis à l'AEMF de tenir compte d'autres caractéristiques pertinentes pour identifier les fonds, par exemple la fréquence de remboursement et/ou le niveau de l'effet de levier;
 - b) s'impliquer de manière ciblée avec le sous-ensemble des fonds d'investissement identifiés au titre du point a) pour contribuer à évaluer leur niveau de préparation actuel en cas d'augmentation inattendue des remboursements et/ou d'augmentation des incertitudes en matière d'évaluation, et notamment se forger une opinion sur la manière dont ces fonds pourraient réagir à d'éventuels chocs futurs défavorables à court terme;
 - c) évaluer le niveau de préparation des segments de la dette d'entreprises et de l'immobilier dans le secteur des fonds d'investissement et examiner si des mesures supplémentaires sont nécessaires pour améliorer ce niveau. Plus particulièrement, il convient que l'évaluation se concentre sur les éventuels chocs futurs en termes de remboursement et/ou d'incertitudes en matière d'évaluation, et qu'elle examine si des mesures supplémentaires sont nécessaires (par exemple des orientations supplémentaires destinées aux fonds ou aux autorités de surveillance au sujet de l'utilisation des instruments de gestion de la liquidité et/ou du traitement des incertitudes en matière d'évaluation).
2. Il convient de tenir compte des facteurs suivants dans le cadre de l'exercice de surveillance, en mettant particulièrement l'accent sur les domaines qui sont pertinents du point de vue de la stabilité financière.

a) **Fonds comportant des expositions particulièrement élevées à la dette d'entreprises**

Dans le cadre d'un exercice ciblé avec les fonds comportant des expositions particulièrement élevées à la dette d'entreprises, les informations suivantes devraient être particulièrement utiles du point de vue de la stabilité financière:

- i) *Informations permettant d'évaluer le comportement du fonds au début de la pandémie de COVID-19.* Ces informations pourraient inclure: i) le niveau des remboursements observé au début de la pandémie de COVID-19, lorsque les remboursements en provenance d'un ensemble de fonds obligataires étaient élevés; ii) la manière dont les instruments de gestion de la liquidité ont été utilisés à ce moment-là, y compris les instruments spécifiques activés par différents types de fonds; et iii) les types d'actifs vendus pour procéder aux remboursements et les modalités de ceux-ci (par exemple par découpage vertical).
- ii) *Informations permettant d'évaluer le niveau de préparation actuel.* Ces informations pourraient inclure les descriptions: i) de l'ensemble des instruments de gestion de la liquidité disponibles pour les fonds identifiés; ii) de la manière dont les gestionnaires de fonds eux-mêmes se préparent à d'éventuels chocs futurs défavorables; iii) de la manière probable dont les gestionnaires de fonds eux-mêmes répondraient à une éventuelle reprise des remboursements; iv) des détentions actuelles d'actifs liquides par les fonds identifiés; et v) du nombre et de la nature des investisseurs du fonds (par exemple les investisseurs particuliers par rapport aux investisseurs institutionnels).

b) **Fonds comportant des expositions particulièrement élevées à l'immobilier**

Dans le cadre d'un exercice ciblé avec les fonds comportant des expositions particulièrement élevées à l'immobilier, les informations suivantes devraient être particulièrement utiles du point de vue de la stabilité financière:

- i) *Informations permettant d'évaluer l'étendue actuelle des incertitudes en matière d'évaluation et de l'activité de remboursement.* Ces informations pourraient inclure les descriptions: i) des problèmes relatifs aux incertitudes en matière d'évaluation auxquels les fonds immobiliers font face dans différents pays, le cas échéant; ii) des modalités d'utilisation des instruments de gestion de la liquidité jusqu'à ce jour, y compris les instruments spécifiques activés; et iii) de l'ampleur des demandes de remboursement depuis le début de la pandémie de COVID-19 et des modalités des réponses apportées par les fonds identifiés à ces demandes.
- ii) *Informations permettant d'évaluer le niveau de préparation actuel.* Ces informations pourraient inclure les descriptions: i) des caractéristiques structurelles des fonds immobiliers (par exemple fréquence des transactions, délais de préavis, etc.); ii) de l'ensemble des instruments de gestion de la liquidité disponibles pour les fonds identifiés; iii) de la manière dont les gestionnaires de fonds eux-mêmes se préparent à d'éventuels chocs futurs défavorables; iv) de la manière probable dont les gestionnaires de fonds eux-mêmes répondraient à une augmentation des incertitudes en matière d'évaluation ou à une augmentation des remboursements; v) des détentions actuelles d'actifs liquides par les fonds identifiés; et vi) du nombre et de la nature des investisseurs des fonds identifiés (par exemple les investisseurs particuliers par rapport aux investisseurs institutionnels).