

Paris, le 24 septembre 2009

Synthèse de la consultation relative à la régulation des OPCVM classés « Fonds Monétaires »

Les difficultés traversées depuis le début de la crise financière, à l'été 2007, par les OPCVM monétaires, avaient conduit l'AMF à constituer un groupe de travail, composé de professionnels de la gestion, auquel avait été confié le soin de proposer au Collège les aménagements qu'il apparaîtrait souhaitable d'apporter à la régulation des OPCVM ainsi classés « fonds monétaires ».

Après avoir pris connaissance des recommandations formulées par le groupe de travail et des observations exprimées par les principaux acteurs concernés, le Collège avait décidé de soumettre à consultation une série de mesures articulées pour l'essentiel autour de deux volets : d'une part une définition beaucoup plus stricte qu'aujourd'hui des actifs susceptibles d'être acquis par les OPCVM classés « monétaires », d'autre part, une série d'exigences nouvelles quant à l'information des investisseurs et aux conditions de commercialisation de tels produits.

La consultation publique relative à la régulation des OPCVM classés « Fonds monétaires » a été lancée le 24 février 2009 et s'est achevée le 15 Avril 2009¹.

Vingt contributions ont été reçues, chacune commentant un ou plusieurs aspects particuliers des mesures envisagées. Les contributeurs sont l'ASSOCIATION FRANCAISE DE LA GESTION (AFG), la COMPAGNIE NATIONALE DES COMMISSAIRES AUX COMPTES (CNCC), cinq représentants des investisseurs institutionnels et des épargnants (l'Association française des trésoriers d'entreprise (AFTE), COFACE HOLDING, l'association française des investisseurs institutionnels (AF2I), l'Association de l'information et de défense des épargnants et des actionnaires (AIDEA), l'Association française des professionnels des titres (AFTI) et onze sociétés de gestion de portefeuille (« SGP » : A, B, C, D, E, F, G, H, I, J et K) et deux agences de notation (MORNINGSTARS et FITCH RATINGS).

Les contributeurs ont répondu globalement à l'ensemble des points qui ont été soulevés dans la consultation, à savoir les propositions de définition de la classe « monétaire », les obligations d'information, l'utilisation du label « monétaire » et le dispositif transitoire proposé.

7 contributions présentent en effet de très grandes similitudes, suggérant que des réponses ont pu être élaborées par un même groupement, 3 contributions sur les 20 ne seront que très peu citées dans cette synthèse étant donné que pour l'une (I) toutes les questions n'ont pas été abordées et enfin pour les deux dernières en raison de la nature des retours uniquement orientée sur des problématiques propres aux acteurs concernés (agences de notation).

De manière très synthétique, les retours des contributeurs sont sans surprise dans la mesure où tous souhaitent une redéfinition des critères d'appartenance à cette classification. En revanche, comme il était prévisible, un consensus n'a pu être trouvé sur l'ensemble des points abordés dans la consultation : globalement, les responsables de la gestion souhaiteraient plus de souplesse et des limites moins contraignantes alors que les associations d'investisseurs préféreraient que les fonds monétaires aient des titres en portefeuilles avec des caractéristiques plus strictes que celles proposées par la consultation. D'autres remarques sont abordées par les contributeurs et seront développées à la fin de chaque point.

I – Définition de la classe « OPCVM monétaires »

Pour rappel, les critères actuels d'appartenance à la classification « monétaire » sont : un objectif de gestion faisant référence à un indicateur du marché monétaire, la limitation du risque de taux (sensibilité comprise entre 0 et 0,5) et l'interdiction d'une exposition au risque « action ».

¹ Le texte de cette consultation publique figure en Annexe 1

Il a été proposé lors de la consultation d'introduire les trois critères additionnels suivant :

- un OPCVM monétaire ne peut détenir aucun titre ayant une maturité supérieure à deux ans,
- la maturité moyenne des titres détenus par un OPCVM monétaire ne peut être supérieure à un an,
- le risque de crédit doit rester compatible avec le faible niveau de risque global d'un OPCVM monétaire.

Maturité maximum et moyenne :

Pour l'AFG et 6 sociétés de gestion qui ont répondu exactement dans le même sens (A, B, C, D, E et F), les 2 premiers critères additionnels qui traitent de la maturité des titres semblent utiles et pertinents pour mieux définir les OPCVM monétaires. Elles les approuvent, sous réserve de quelques ajustements.

- Compte tenu de l'usage en matière d'émissions, notamment en ce qui concerne le délai de paiement à l'échéance, la maturité maximum des titres détenus devrait être de 26 mois, comme cela était prévu dans les derniers projets et comme l'EFAMA, l'association européenne le prévoit dans son projet de classification des OPCVM monétaires.
- Les maturités maxima ne devraient pas concerner exclusivement les titres, mais l'ensemble des instruments financiers, y compris les opérations d'acquisitions/cessions temporaires des titres.

Les autres sociétés de gestion, majoritairement du même avis que l'AFG, ont mis en avant dans leurs réponses des réserves supplémentaires ou des recommandations :

Pour une SGP (G), il s'agirait d'être plus strict pour les investissements en taux fixe : selon ces derniers, pour les engagements à taux variable, la règle des deux ans pourrait être plus souple notamment si le risque de contrepartie de l'émetteur est réputé faible. En contrepartie, sur le taux fixe, le critère de maturité pourrait être plus strict et limiter la durée résiduelle à 380 jours afin de limiter la sensibilité du portefeuille.

Une SGP (H) souhaiterait porter à 25 mois la durée de vie maximale autorisée, car elle permet d'éviter une césure trop nette des titres à plus ou moins deux ans et surtout elle autorise dans le cadre du marché primaire à travailler sur un horizon assoupli d'environ 2 ans. Par ailleurs, elle indique qu'il est nécessaire de rappeler que dans le cas de titres disposant d'une option de remboursement anticipé c'est la durée de placement la plus longue, donc la plus défavorable au porteur, qui doit être retenue si l'option de remboursement est au gré de l'émetteur et la durée de vie la plus proche quand l'option est au gré du porteur (étant entendu que le prix de valorisation doit alors être cohérent avec le prix obtenu au prochain remboursement) ou toute autre durée si le porteur en fait le choix justifié (pour ne pas impacter la valorisation d'une éventuelle pénalité par exemple). A titre de précaution elle indique qu'il serait opportun de préciser que même dans le cas où ils disposent d'options de remboursement anticipé les titres détenus ne peuvent excéder 25 mois de durée de vie.

Une SGP (J) est pour sa part favorable à une maturité résiduelle maximum de 36 mois, en précisant que les titres concernés ne doivent pas dépasser 1% de l'actif net. Pour la maturité moyenne maximum du portefeuille, ils préconisent de donner une fourchette (entre 3 et 6 mois) plutôt que de donner un maximum.

Critère relatif au risque de crédit :

Pour la majorité des sociétés de gestion et pour l'AFG, le troisième critère (risque de crédit) leur semble dangereux en raison de son imprécision. Ce critère est considéré comme trop flou par les répondants, ce qui amène l'AFG et les sociétés de gestion à craindre qu'il ne soit source de contentieux en cas de perte consécutive au défaut d'un titre détenu par l'OPCVM et les associations représentant les investisseurs (AF2I, AFTE) ainsi que la CNCC et l'AFTI à souligner son caractère imprécis, l'hétérogénéité des interprétations qui risque d'en découler et la difficulté à en contrôler le respect.

L'AFG et la plupart des sociétés de gestion suggèrent plutôt qu'il soit demandé au gérant d'indiquer dans le prospectus de l'OPCVM la politique de risque de crédit mise en œuvre et d'en faire mention effective dans le document de reporting de l'OPCVM. Elles indiquent que le risque de crédit est en effet inhérent à toute gestion de taux, monétaire entre autres et une interprétation stricte de ce critère pourrait ouvrir la voie, ex-post, à des contestations voire à des contentieux. Elles suggèrent également, afin de lever toute ambiguïté sur la nature du produit, qu'il soit stipulé dans le prospectus simplifié que l'OPCVM n'est pas garanti.

Pour l'AF2I, il faudrait donner la sensibilité moyenne du crédit et le rating moyen par catégorie.

Selon une SGP (H), la limitation du risque de crédit à "un niveau compatible avec le faible risque global d'un OPCVM monétaire" pourrait utilement s'accompagner de la limitation de l'utilisation des dérivés de crédit dans le seul but de couverture des actifs détenus en portefeuille.

Une SGP (G) souhaiterait que le risque de crédit reste maîtrisé mais indique qu'il serait préjudiciable de l'exclure totalement des stratégies monétaires car cela reviendrait de fait à éliminer la possibilité d'investir dans des titres à rendement variable, ce qui a un intérêt certain pour limiter notamment la sensibilité des portefeuilles. Ils proposent à ce titre d'encadrer le risque de crédit dans les OPCVM monétaire en limitant les investissements aux titres notés « investment Grade », cette limite étant assortie d'une obligation de désengagement en cas de baisse de la notation. Elle indique également que cette proposition est à étudier en relation avec l'évolution des règles, aujourd'hui insuffisantes, encadrant les agences de notation.

D'autres contributeurs, notamment l'AFTE, souhaiteraient rajouter un indicateur de suivi du risque de crédit ou instaurer un rating minimum afin de limiter le risque de crédit.

Autres remarques des contributeurs à propos des critères additionnels :

Les réponses à la consultation posent par ailleurs la question des modalités de calcul des critères de maturité. Le principe même du recours à la WAL pour le calcul de la maturité moyenne du portefeuille est critiqué par les répondants qui la trouvent difficilement appréhendable, et plus particulièrement par l'AFTE. En effet, celle-ci considère d'une part que retenir un calcul différent pour la maturité, selon qu'il s'agit de calculer la maturité maximale d'un titre ou la maturité moyenne du portefeuille, sera source de confusion et d'autre part que le recours à la WAL *est d'autant moins acceptable qu'il s'agit d'un indicateur employé seulement pour les instruments de titrisation², en partie responsables de la sous-performance (pour ne pas dire plus) de bon nombre d'OPCVM monétaires et de trésorerie*. La CNCC considère pour sa part que la WAL est mal connue, lourde à mettre en œuvre et difficile à calculer.

Selon la CNCC, il serait préférable de revenir à une notion simple telle que la maturité moyenne résiduelle des différents titres en portefeuille plutôt que d'utiliser la WAL.

La consultation proposait par ailleurs aux répondants de proposer de nouveaux critères pour mieux encadrer la classification « monétaire »

Une des sociétés de gestion (H) souhaiterait pour sa part mieux encadrer le risque de taux avec une sensibilité comprise entre 0 à 0,25 au lieu de 0 et 0,5 afin d'être plus cohérents avec l'orientation nouvelle. Cependant ils ont conscience de la difficulté de ce critère additionnel et des conséquences en termes de reclassifications des fonds plus perturbatrices qu'utiles.

² La WAL d'un titre classique, remboursé à maturité, est très proche de la maturité maximale du titre. Les titres issus d'opération de titrisation ayant généralement un profil de remboursement plus linéaire, ils ont une WAL significativement inférieure à leur maturité maximale.

Une société de gestion (J) souhaite voir d'autres aménagements comme l'ajout de précisions sur la notation des titres, sur la répartition court, moyen et long terme et l'intégration d'autres critères tels que l'interdiction d'exposition aux matières premières et produits de volatilité, etc.

Quelques sociétés de gestion souhaitent que soit introduite la possibilité de consacrer une faible part de l'actif d'un OPCVM monétaire à des titres dont la maturité résiduelle serait comprise entre 2 et 3 ans. Une SGP (K) trouve les nouvelles dispositions trop rigides et propose plutôt que les titres excédant 2 ans ne dépassent pas 5% de l'actif net sans aller au-delà de trois ans.

Pour la CNCC, le critère sur le risque de change n'est pas assez précis dans le texte car il donne l'impression qu'il peut être accessoire. De plus, elles préconisent que les maturités s'apprécient en tenant compte des éventuelles options au gré des émetteurs.

L'AIDEA considère que les critères sont encore trop souples et qu'il faudrait rajouter d'autres critères comme le fait que la sensibilité au risque de taux soit comprise entre 0 et 0.25, que la maturité des titres ne soit supérieure à 3 mois, que l'indicateur de référence soit calculé en tenant compte de la capitalisation, et que ce dernier existe depuis plus de 5 ans.

L'AIDEA et l'AFTE souhaiteraient également qu'un monétaire ne puisse pas détenir de véhicules de titrisation pour le premier et un pourcentage maximum pour le second.

L'AFTI émet de son côté des réserves sur la mise en place de ces critères additionnels. Selon eux, il faudrait plus de comparabilité des résultats entre SGP. Pour cela il conviendrait de rendre tous les critères quantifiables, d'en préciser de manière exhaustive les modalités de calcul, et d'exiger que les SGP publient régulièrement les résultats et les maturités.

Les agences de notations (MORNINGSTAR et FITCH RATING) ont répondu à la consultation et plus particulièrement à cette première question en estimant qu'il faudrait tenir compte des notations des titres pour définir le risque de crédit maximum de l'OPCVM car pour le moment, ce critère n'est pas assez précis. Selon eux, les propositions de cette consultation restent moins strictes que celles des notations d'agence AAA mais identique aux recommandations internationales.

II – Obligations d'information

Si la nécessité d'introduire des critères additionnels pour définir la classification monétaire est consensuelle, les réponses à la consultation confirment l'existence d'un débat animé sur la nature et le calibrage de ces critères, ainsi que sur leur affichage dans le prospectus.

Les exigences nouvelles d'affichage dans le prospectus sont principalement :

- précision si les titres détenus respectent – ou non – une maturité résiduelle inférieure à 6 mois
- précision si la maturité moyenne du portefeuille restera – ou non – inférieure à 3 mois
- introduction d'un tableau de synthèse ainsi conçu :

Sensibilité au taux maximale	
Maturité résiduelle maximale des titres	
Maturité moyenne maximum du portefeuille	

Le débat se concentre sur l'opportunité de tendre vers des monétaires « purs » ou, au moins, d'identifier au sein de la classification « monétaire » une sous-catégorie de fonds monétaires proche des *liquidity funds* américains.

Les représentants des investisseurs sont partagés sur cette question : L'AF2I souhaiterait que les critères de maturité maximale³ et moyenne⁴ soient réduits de 2 ans à 1 an pour le premier, et de 1 an à 6 mois pour le second. Au contraire, l'AFTE approuve la combinaison des critères de maturité maximale et moyenne et l'obligation d'indiquer, dans le prospectus de l'OPCVM, quels sont les maturités retenues en pratique par l'OPCVM et si ces maturités sont inférieures à 6 mois (pour la maturité maximale) et 3 mois (pour la maturité moyenne). Elle considère que ceci permettra la promotion d'OPCVM « courts ».

Les contributeurs suivants CNCC, AFTE, COFACE HOLDING approuvent sans restriction les propositions émises sur les obligations d'informations. Les agences de notations ne se sont pas exprimées sur cette question.

L'AFG et, à quelques exceptions près, les sociétés de gestion, approuvent la combinaison d'un critère de maturité maximale et d'un critère de maturité moyenne. Elles sont en revanche très opposées à l'affichage, dans le prospectus de l'OPCVM, du respect – ou non – d'une maturité maximale de 6 mois et d'une maturité moyenne de 3 mois. Elles considèrent en effet, d'une part qu'un tel affichage fait double emploi avec l'obligation d'indiquer, dans ce même prospectus, quelles sont les maturités maximales et moyennes du prospectus et d'autre part revient à créer au sein des OPCVM français une sous-catégorie de *liquidity funds*, ce qui d'après l'association professionnelle risque d'évincer les autres OPCVM monétaires du marché.

L'AIDEA précise que des mentions dans la partie B devraient être rajoutées afin que l'information donnée aux porteurs soit la plus complète et précise : un tableau récapitulatif des notations des titres pourrait ainsi être intégré dans la partie B du prospectus.

Pour une SGP (E), il paraît excessif de préciser quelle sera la sensibilité maximale au taux de l'OPCVM (entre 0 et 0,5). Une autre (G) émet des réserves sur la pertinence de l'indicateur "sensibilité au taux maximale". Elles préféreraient en effet des indications plus claires sur la nature des produits, comme par exemple l'engagement à respecter une fourchette d'investissement en taux variable. Une autre piste serait d'indiquer la proportion minimale de titres en portefeuille dont la maturité serait inférieure à 3 mois et qui seraient donc comptabilisés de manière linéaire. Une SGP (K) est pour sa part favorable à la mise en place d'une présentation de deux niveaux de sensibilité : le premier prenant en compte la variation de taux d'intérêt et le second l'échéance de chaque titre.

III – Utilisation du label « monétaire »

Les principales orientations pour la commercialisation des OPCVM monétaires décrites dans la consultation sont :

- l'interdiction de présenter comme « monétaire » un fonds qui ne relèverait pas de la classification AMF correspondante ;
- l'interdiction des terminologies de nature à engendrer des confusions dans l'esprit des investisseurs (« monétaire dynamique »)
- l'interdiction de commercialiser les OPCVM monétaires comme des produits dépourvus de risque ;
- l'obligation de faire apparaître qu'un fonds qui propose un rendement supérieur au taux du marché monétaire, diminué des frais de gestion, est nécessairement plus risqué qu'un fonds qui s'en tient à un tel rendement ;
- l'interdiction d'utiliser des produits complexes (générant des risques « non attendus » par l'investisseur) dans les fonds monétaires à destination du grand public.

³ La maturité résiduelle des titres détenus par l'OPCVM doit être inférieure à 2 ans

⁴ La maturité moyenne du portefeuille (calculée en utilisant la WAL des titres) doit être inférieure à 1 an

La plupart des répondants approuvent les 3 premières orientations. Cependant certaines SGP (H) s'interrogent sur la possibilité d'échanger le terme « monétaire dynamique » par « trésorerie dynamique » afin de tester la portée du deuxième critère. L'AFG, l'AFTE et l'AF2I, rejointes par sept sociétés de gestion, émettent le souhait que l'interdiction de désigner comme monétaire un fonds qui ne serait pas classé monétaire soit étendue à tous les fournisseurs d'information (médias, mesureurs de performance).

Le principe de la 4^{ème} orientation est accepté, même si quelques répondants suggèrent que l'information figure plutôt dans la rubrique « profil de risque » de l'OPCVM que dans son objectif de gestion.

La dernière orientation est critiquée par l'AFG, qui déclare ne pas en comprendre l'intérêt dès lors que l'OPCVM respecte les critères de la classification monétaires.

Une SGP (F) pense qu'il serait pertinent d'identifier, dans le paragraphe relatif à l'objectif de gestion, les OPCVM dédiés à des objectifs de trésorerie qui ont une durée de placement très courte (de 1 jour à 1 semaine) et une sensibilité inférieure à 0,1.

Deux SGP (D, G) approuvent ces dispositions mais soulignent cependant que la société de gestion pour sa présentation de la gamme devra avoir la possibilité de créer des sous-catégories monétaires « maison ». Une autre société de gestion et une association (K et AFTE) souhaiteraient deux sous classifications : une très court terme et une court terme.

L'AIDEA enfin attire notre attention sur le fait qu'il ne faudrait plus utiliser le terme « monétaire PEA »

IV – Période transitoire

La date d'entrée en vigueur envisagée (fin du 2nd semestre 2009) est consensuelle. Les dispositions transitoires portent uniquement sur le critère de maturité maximale. Il est en effet proposé que ce critère ne soit pas applicable aux titres détenus par les OPCVM monétaires au 1^{er} janvier 2008, dès lors que les autres critères de la classification, et en particulier le critère de maturité moyenne, sont respectés. Ainsi, un OPCVM pourrait détenir des titres ayant une maturité résiduelle supérieure à 2 ans, mais la maturité moyenne de son portefeuille devrait rester inférieure à 1 an.

Les avis sont partagés sur ces dispositions transitoires : l'AFG et la majorité des sociétés de gestion les approuvent. L'AFTI souhaite que la date d'entrée en vigueur ne soit pas avant six mois, afin de laisser aux SGP le temps de prendre les dispositions nécessaires. L'AF2I souhaiterait que ces nouvelles dispositions soient mises en œuvre pour le 1^{er} décembre 2009. L'AFTE comprend la nécessité d'un dispositif transitoire mais considère qu'il devrait être concentré sur la question des produits de titrisation, et combiner un plafonnement pérenne du poids des instruments de titrisation dans les OPCVM monétaires avec une période de transition longue pour ces seuls instruments. Deux répondants (COFACE HOLDING, I) suggèrent de remplacer la clause de grand-père par un dispositif transitoire d'une durée limitée (par exemple, un an pour COFACE HOLDING et jusqu'à décembre 2012 pour I).

Par ailleurs, l'AFTE et la CNCC posent la question de l'information des investisseurs pour les OPCVM ayant recours aux dispositions transitoires. Il s'agirait de prévoir la mention, dans la partie stratégie d'investissement du prospectus simplifié de l'OPCVM, du recours à la clause de grand-père, ainsi que dans toutes les communications adressées aux porteurs. L'AIDEA quant à elle souhaite qu'une possibilité de sortie sans frais lors de la mise en place de ces dispositions.