

Position AMF n° 2004-07
Les pratiques de *market timing* et de *late trading*

Textes de référence : articles 411-65, 411-67 et 411-68 du règlement général de l'AMF

1.	Questions-réponses relatives aux pratiques de <i>market timing</i> et de <i>late trading</i>.....	1
1.1.	Qu'est-ce que le <i>market timing</i> ?	1
1.2.	Quelle est la spécificité de l'opération de <i>market timing</i> mise en cause ?.....	1
1.3.	Qu'est-ce que le <i>late trading</i> ?.....	1
1.4.	Quels étaient les autres caractéristiques des fonds mis en cause ?.....	2
1.5.	Quelles sont les conséquences induites par la réalisation, par quelques "initiés", de ces pratiques ?	2
1.6.	En quoi cet arbitrage peut-il être contraire aux intérêts des investisseurs ?	2
1.7.	Exemples	3
2.	Positions de l'AMF relative aux pratiques de <i>market timing</i> et de <i>late trading</i>	4

À la fin de l'année 2003, un scandale a éclaté dans le monde de la gestion d'actifs aux États-Unis. Certaines catégories de fonds usaient de pratiques contestables (*market timing*) voire totalement prohibées (*late trading*) pour obtenir un rendement attractif. Afin d'aider à la bonne compréhension de ces pratiques et de leurs impacts, il a été décidé de présenter le *market timing* et le *late trading* et les positions de l'AMF relatives à ces pratiques dans ce document.

1. Questions-réponses relatives aux pratiques de *market timing* et de *late trading*

1.1. Qu'est-ce que le *market timing* ?

Le *market timing* ou "opération d'arbitrage sur valeur liquidative" consiste à tirer profit d'un éventuel écart de cours (valorisation). Cela consiste pour une personne (l'arbitragiste), à qui on (le gérant, ou, dans ce scandale, les courtiers) a donné la composition exacte du portefeuille de valeurs d'un fonds, à procéder à une évaluation de ce portefeuille et à la comparer à celle faite par la société de gestion (arrêtée à une heure ou une date donnée, selon des modalités définies dans le prospectus du fonds : c'est la valeur liquidative). L'arbitragiste va donc acheter des parts d'un fonds sur la base d'un prix, en quelque sorte "périmé", lorsqu'il constatera que certaines des valeurs composant ce fonds sont sous-évaluées.

Il revendra ses parts lorsque la nouvelle valeur liquidative aura été publiée (par exemple, le lendemain si ce calcul est quotidien), prenant en compte les éléments d'information émanant du marché et rétablissant ainsi le " juste " prix. Il réalise donc un profit grâce à cet "aller-retour" (voir exemple A ci-après).

1.2. Quelle est la spécificité de l'opération de *market timing* mise en cause ?

L'admission aux négociations sur un marché (par exemple, Eurolist à Paris) d'un instrument financier (par exemple, une action) permet de connaître, instantanément, la "valeur de marché" de cet instrument financier alors même que l'existence d'une valeur liquidative (calculée, au mieux, une fois par jour) pour un fonds composé, entre autres, de cette même action, en aura " figé " le prix à un moment donné.

Ces écarts de valorisation ne sont pas rares lorsqu'un fonds est composé d'instruments financiers admis aux négociations sur un marché étranger avec lequel il existe un décalage horaire important.

1.3. Qu'est-ce que le *late trading* ?

Le *late trading* ou "opération de souscription hors délai" consiste, pour l'établissement en charge de la centralisation des ordres de souscription ou de rachat à accepter d'exécuter des ordres après l'heure (ou

une date) limite de centralisation qui, pour les fonds français (OPCVM), est fixée dans le prospectus de ces derniers.

Aux États-Unis, l'heure de centralisation étant la même pour tous les fonds (16 heures), l'exécution des ordres d'achat ou de vente au-delà de cette heure est donc illégale (voir exemple B ci-après).

1.4. Quels étaient les autres caractéristiques des fonds mis en cause ?

Les fonds mis en cause étaient des *hedge funds* américains, principalement investis dans d'autres fonds (les "sous-jacents") composés eux-mêmes d'actions cotées sur les marchés asiatiques. L'arbitrage se faisait sur la valorisation de ces fonds sous-jacents.

1.5. Quelles sont les conséquences induites par la réalisation, par quelques "initiés", de ces pratiques ?

De telles pratiques génèrent de nombreux ordres de souscription/rachat de parts (allers-retours d'achats et de ventes dans un laps de temps très court), ce qui entraîne des coûts pour l'OPCVM, la principale conséquence étant donc de réduire la performance de ce dernier.

En effet, toute "entrée" ou "sortie" d'un investisseur implique, pour l'OPCVM, un investissement ou un désinvestissement de son portefeuille. Bien que les frais de souscription/rachat existent pour "compenser" ce phénomène, ils ne permettent pas de couvrir dans leur intégralité les frais liés à ce type de spéculation.

En outre, le profit réalisé par les arbitragistes (ou investisseurs mettant en œuvre ces pratiques) porte également atteinte à l'équité de traitement de l'ensemble des investisseurs, car tous ne bénéficient pas :

- de la connaissance exhaustive des valeurs composant le fonds dont ils détiennent des parts (les arbitragistes ayant bénéficié de la complicité des gérants pour connaître la composition exacte de l'OPCVM) ;
- de l'opportunité d'acheter ou de vendre en dehors des délais, cette "facilité" étant contraire aux mentions du prospectus de l'OPCVM (qui spécifie une heure de centralisation des ordres) ;

Le fait, pour une société de gestion ou une société liée (par exemple, le cas échéant, le distributeur du fonds), de favoriser de telles opérations au profit de quelques clients est contraire aux règles de bonne conduite l'obligeant à agir dans l'intérêt exclusif des porteurs de l'OPCVM (c'est-à-dire la "communauté" des investisseurs de l'OPCVM). Cette pratique constitue un manquement à la réglementation, passible de sanction de la part de l'AMF.

1.6. En quoi cet arbitrage peut-il être contraire aux intérêts des investisseurs ?

La plupart des investisseurs de parts ou actions d'OPCVM ont accès de manière restreinte (généralement deux fois par an) à l'inventaire du portefeuille de leur fonds (alors que les gérants sont amenés à "réajuster" très fréquemment la composition de leur portefeuille, notamment en fonction des entrées ou sorties des investisseurs, de la conjoncture des marchés, des tendances sectorielles, etc.). Donner accès à cet inventaire en "temps réel" à certaines catégories d'investisseurs est donc contraire au principe d'équité de traitement des porteurs de parts ou actionnaires.

La plupart des valeurs liquidatives sont dites à "cours inconnus", c'est-à-dire que, lorsqu'un investisseur procède, par exemple, à la revente de ses parts :

- il doit respecter les heures et/ou le jour imposés par le prospectus du fonds pour l'exécution de son ordre de rachat ;
- l'ordre sera exécuté, une fois la centralisation des ordres effectuée, à la prochaine valeur liquidative, calculée après cette heure de centralisation. Il ne connaît donc pas, au moment où il demande la revente de ses parts, ce prix de revente.



En France, c'est le prospectus qui précise la date et l'heure limite de centralisation des ordres de souscription et de rachat. Aux États-Unis, l'heure limite est la même pour tous les fonds (16h). Au-delà de ces heures (ou date) limites, les ordres de souscription/rachat ne doivent plus être pris en compte pour une exécution à la valeur liquidative "inconnue" du jour. Il faut, *a minima*, attendre le lendemain pour qu'ils soient pris en compte et exécutés.

1.7. Exemples

Exemple A : le *market timing*

- OPCVM investis en valeurs japonaises (X, Y, Z), dont la valeur liquidative (précisée dans le prospectus) est calculée tous les jours à 17h30 (heure française).
- A 17h30 (heure française), la bourse japonaise est fermée depuis 8 heures, les cours des actions japonaises composant le portefeuille datent donc de 9h30 du matin (heure française).
- A la suite de la clôture de la bourse japonaise, des informations sont publiées (informations financières des sociétés cotées, informations d'ordre économique) laissant présager une valorisation à la hausse des actions X, Y, Z composant le fonds.
- Donc, en achetant des parts de l'OPCVM avant 17h30, l'arbitragiste sait que la valeur du fonds a augmenté par rapport à sa valeur liquidative de la veille.

Étape 1 : Calcul de la valeur liquidative du jour ...

Valeur liquidative de l'OPCVM à 17h30, jour J : 100, sur la base de la valorisation suivante : X : 25
Y : 25
Z : 50

Étape 2 : Être à l'écoute des informations du marché ...

Des informations financières (résultats trimestriels) sont publiées par la société X et une annonce du gouvernement japonais, portant sur la reprise de la croissance, laisse présager une valorisation à la hausse des actions X, Y, Z

Étape 3 (*market timing*) : Arbitrer entre la valeur liquidative connue et la valeur liquidative anticipée ...

L'arbitragiste estime que les titres X, Y, Z vaudront, lorsque la cotation reprendra au Japon :
X : 30
Y : 30
Z : 70
Soit une valeur liquidative potentielle de l'OPCVM à 17h30, en J+1 = 130

Exemple B : le *late trading*

OPCVM reproduisant l'indice CAC 40, dont la valeur liquidative (précisée dans le prospectus) est calculée tous les jours à 18h00 (donc après la clôture de la bourse, sur la base des cours de clôture du jour à 17h30).

La centralisation des ordres (pour être exécuté à la valeur liquidative du jour, calculée à 17h30) est fixée à 16 heures (information également précisée dans le prospectus).

Étape 1 : Calcul de la valeur liquidative du jour ...

Valeur liquidative de l'OPCVM à 18h00, jour J : 100

Étape 2 : Être à l'écoute des informations du marché ...

A partir de 17h30, des informations financières (résultats trimestriels) sont publiées par plusieurs sociétés composant l'indice CAC 40. Les résultats publiés laissent présager une ouverture à la hausse du CAC 40, hausse qui devrait se maintenir tout au long de la séance.

Étape 3 (*late trading*) : Achat (souscription) de parts après l'heure limite de centralisation des ordres ...

L'investisseur passe alors un ordre de souscription à 18h30 : cet ordre est exécuté sur la base de la valeur liquidative arrêtée à 18h00.

A l'ouverture de la séance de bourse, le lendemain en J+1, le CAC 40 gagne 5 %.

L'investisseur - certain que la valeur liquidative du jour de son OPCVM intègrera tout ou partie de cette hausse-, passera un ordre de rachat (vente) et réalisera ainsi une plus-value.

2. Positions de l'AMF relative aux pratiques de *market timing* et de *late trading*

1. La société de gestion doit disposer des procédures relatives à la gestion de l'OPCVM et aux relations avec les investisseurs de nature à déceler et éviter les pratiques répréhensibles décrites précédemment.

2. Pour parer les risques de *late trading*, le centralisateur, en application du 2° de l'article 411-65 du règlement général de l'AMF, contrôle le respect de la date et de l'heure limite de centralisation des ordres de souscription et de rachat mentionnées dans le prospectus.

3. Il appartient en conséquence aux distributeurs d'informer leurs clients par les moyens à leur convenance de l'heure limite qu'ils doivent à leur tour respecter pour recevoir les ordres de souscription - rachat afin d'être en mesure de les transmettre en temps utile au centralisateur.

4. La responsabilité à l'égard des tiers de la centralisation des ordres de souscription et de rachat est confiée par l'OPCVM ou, le cas échéant, la société de gestion de portefeuille qui le représente à l'une des personnes visées à l'article L. 214-13 du code monétaire et financier (le centralisateur). Lorsque le centralisateur confie à un tiers l'exercice des tâches de centralisation en application du I de l'article 411-67 du règlement général de l'AMF, la convention établie entre le centralisateur et l'entité à laquelle est confié l'exercice des tâches respecte les dispositions du II de l'article 411-67 précité. Spécialement, le centralisateur demeure responsable de l'exercice des tâches de centralisation qu'il a confiées. Par ailleurs, il est précisé que seule une hypothèse de dysfonctionnement technique exceptionnel du système de transmission de l'ordre vers le centralisateur peut justifier que soit admise la prise en compte d'un ordre tardif ; de tels cas doivent nécessiter l'accord du RCCI de la société de gestion ou de son représentant ; celui-ci s'attachera à vérifier notamment que l'ordre du client a été produit en temps utile.

5. Pour prévenir les abus liés aux pratiques de *market timing*, les OPCVM actions et obligations doivent être conçus et gérés de telle sorte que les souscriptions - rachats s'effectuent toujours à cours inconnu tant en ce qui concerne la valeur liquidative de l'OPCVM lui-même que la valeur des instruments financiers entrant dans la composition de son portefeuille.

6. Conformément aux principes comptables applicables en la matière, la société de gestion doit s'attacher à enregistrer les investissements effectués, dès la négociation des ordres.

7. La société de gestion ne doit pas transmettre à certains investisseurs ou certains intermédiaires des éléments portant sur la composition des actifs de l'OPCVM de nature à faciliter des opérations de *market timing* ou de *late trading* ; en particulier, la société de gestion doit s'interdire de communiquer en temps réel la composition du portefeuille; il ne peut en aller autrement que pour les OPCVM dédiés et sous réserve que l'information soit communiquée de façon concomitante à l'ensemble des porteurs.



8. La société de gestion doit demander aux teneurs de compte d'exercer une vigilance particulière à l'égard des opérations initiées par leurs clients procédant à des souscriptions ou rachats d'OPCVM, lorsque ces opérations présentent par leur fréquence ou leur montant, un caractère suspect au regard des pratiques de *market timing*.

9. Dans le cadre des responsabilités qui lui incombent, le RCCI de la société de gestion doit notamment vérifier que le personnel susceptible de bénéficier d'informations sensibles ne se livre pas à des opérations répréhensibles en matière de *market timing* ou de *late trading*.