



RECOMMANDATION AMF
DOC 2024-04



MISE EN ŒUVRE D'UN REGIME DE TRANSPARENCE DIFFERENCIEE DES PORTEFEUILLES POUR LES ETF A GESTION ACTIVE

- **Textes de référence** : articles D. 214-22-1 et D. 214-32-31 du code monétaire et financier et articles 411-134 et 421-27-2 du règlement général de l'AMF

1. OBJET DE LA RECOMMANDATION

La présente recommandation s'applique aux sociétés de gestion de portefeuille agréées en France et aux sociétés de gestion agréées dans un autre Etat membre de l'Union européenne ou partie à l'Espace économique européen (par méthode, « sociétés de gestion de portefeuille » dans la suite du document) qui gèrent des *Exchange Traded Funds* (« ETF ») domiciliés en France, et dont la stratégie d'investissement est dite « active »¹ (ci-après désignés « ETF actifs »).

Cette recommandation vise à préciser les conditions dans lesquelles un accès différencié à la composition exacte des portefeuilles des ETF actifs peut être mis en œuvre selon la nature des participants de marché, et plus précisément entre les participants autorisés et teneurs de marché d'une part et tous les autres participants de marché d'autre part.

La mise en œuvre d'une politique de transparence différenciée des portefeuilles ne doit pas avoir pour effet de permettre aux acteurs qui bénéficient d'une transparence accrue d'user de pratiques (*market timing* et *late trading*) décrites dans la Position [AMF DOC-2004-07](#).

2. MISE EN ŒUVRE D'UNE POLITIQUE DE TRANSPARENCE DIFFERENCIEE DES PORTEFEUILLES

2.1. Eléments de contexte

Un ETF est un organisme de placement collectif dont au moins une catégorie de parts ou d'actions est négociable en continu sur un marché réglementé. Le marché secondaire est animé par au moins un teneur de marché qui s'engage auprès de l'entreprise de marché à afficher des cotations² en continu³ pour une taille d'ordre minimale à l'achat et à la vente comprise dans une fourchette de prix maximale.

Le marché réglementé conditionne l'admission à la négociation d'un ETF à la garantie qu'au moins un teneur de marché animera le marché secondaire. C'est pourquoi la société de gestion de portefeuille qui crée un ETF contracte avec au moins un teneur de marché pour que ce dernier s'engage auprès de l'entreprise de marché à animer le marché⁴. Dans le cadre de ce contrat, il peut être prévu que le teneur de marché offrira une cotation de

¹ i.e. ETF dont la stratégie d'investissement n'est ni fondée sur un indice (« ETF indiciel ») ni fondée sur un algorithme (« ETF algorithmique »). Plus généralement, le gestionnaire dispose d'un pouvoir discrétionnaire concernant la composition du portefeuille, le plus souvent dans le but de surperformer un indice de référence.

² ordres simultanés à l'achat et à la vente.

³ La plate-forme requiert un temps de présence quotidien minimum, généralement proche de 100%.

⁴ Le cas échéant contre rémunération.

qualité supérieure aux exigences de l'entreprise de marché (e.g. fourchettes de cotation plus serrées, tailles d'ordres plus élevées ou temps de présence en carnet quasiment à 100%).

Afin que le teneur de marché soit en mesure d'afficher des cotations compétitives en toutes circonstances, il doit être en mesure de (i) valoriser l'ETF et (ii) couvrir ses risques. Pour ce faire, le teneur de marché doit connaître le plus précisément possible la composition du panier d'actifs composant l'ETF. Cette information est généralement mise à la disposition des teneurs de marché et des participants autorisés quotidiennement par la société de gestion de portefeuille de l'ETF avant l'ouverture des marchés européens sous forme de fichier (« PCF » pour *Portfolio Composition File*) et publiée, en même temps ou avec un jour de retard, sur son site internet.

Une société de gestion de portefeuille d'ETF actifs implémente une stratégie d'investissement incluant une part de jugement qui peut être basé sur de la recherche (fondamentale, quantitative ou autre), constitutive d'une valeur ajoutée par rapport à une société de gestion de portefeuille d'ETF « passif », dont la stratégie d'investissement est par nature systématique⁵. Or, la mise à disposition immédiate, quotidienne et totale du portefeuille d'un ETF actif permettrait, potentiellement, à d'autres acteurs de répliquer la stratégie, voire de la « *rétro-ingénierier* ».

2.2. Principes encadrant une politique de divulgation différenciée des portefeuilles des ETF actifs.

Dans le cadre de ses relations avec les teneurs de marché et les participants autorisés⁶, l'AMF recommande aux sociétés de gestion de portefeuille d'ETF actifs de respecter les principes suivants :

- 1. De fait, la société de gestion de portefeuille dispose librement de son PCF et peut choisir les participants autorisés et les teneurs de marché avec lesquels elle souhaite travailler.** Par exemple, une société de gestion de portefeuille peut ne pas souhaiter contracter avec certains acteurs dont le modèle d'affaires consisterait essentiellement, de son point de vue, à réaliser des opérations d'arbitrage à haute-fréquence sans réellement chercher à être exécuté passivement sur ses cotations en conditions normales de marché. Ces opérations d'arbitrage sont généralement effectuées en conditions de marché stressées, ce qui pourrait décourager les teneurs de marché qui offrent une liquidité de qualité aux investisseurs finaux en toutes circonstances.
- 2. La société de gestion de portefeuille se donne pour objectif de favoriser la compétition entre teneurs de marchés** afin d'améliorer la liquidité sur ses produits et ainsi assurer aux investisseurs que les prix affichés en carnet encadrent bien la *valeur de marché* de l'ETF. La société de gestion de portefeuille peut par exemple prévoir certains critères objectifs ou conditions préalables auxquels les teneurs de marché devraient se conformer pour contracter avec elle. Par exemple, le teneur de marché :
 - bénéficie d'un statut de teneur de marché pour l'ETF actif en question sur au moins un marché réglementé d'un Etat partie à l'Espace Economique Européen⁷ ;
 - a signé une clause de confidentialité avec la société de gestion de portefeuille, qui l'engage à ne divulguer la composition du portefeuille de l'ETF actif qu'aux seules personnes ayant besoin d'en prendre connaissance dans le cadre de leur fonction ;
 - s'engage à animer le marché secondaire de l'ETF actif en respectant des obligations de cotation qui peuvent le cas échéant être plus exigeantes que celles requises par les plates-formes de négociation où il a le statut d'apporteur de liquidité.
- 3. La société de gestion de portefeuille met à disposition le PCF de l'ETF actif en dehors des horaires d'ouverture des marchés européens, en même temps et via le même canal de diffusion, à tous les**

⁵ Les « ETF indiciels » et les « ETF algorithmiques » ont pour seul objectif de gestion de répliquer le plus fidèlement possible la performance de leur benchmark de référence sans chercher à le surperformer.

⁶ Bien qu'une même entité puisse à la fois être teneur de marché et participant autorisé d'un même ETF, il ne s'agit pas de la même fonction: le teneur de marché anime le marché secondaire et le participant autorisé anime le marché primaire en faisant l'interface entre la SGP et les participants de marché (y compris les teneurs de marché) qui souhaitent réaliser des opérations de création / annulation de parts sous condition d'une taille de bloc minimale. Un participant autorisé a donc un rôle essentiellement d'exécution - sans prise de risque en compte propre - et a vocation à connaître la composition exacte du portefeuille de l'ETF pour réaliser ces opérations (à moins que la SGP ait mis en place un protocole qui distingue les participants autorisés entre eux - e.g. participants autorisés « primaires » et « secondaires »).

⁷ Les systèmes multilatéraux de négociation ne sont pas mentionnés car un ETF peut être listé sur un SMN sans l'accord préalable de la SGP.

teneurs de marché avec qui elle a contracté. L'impact des transactions réalisées sur le portefeuille d'un ETF actif n'est donc précisément connu des teneurs de marché que lors de la communication du nouveau PCF.

4. **Lorsque la société de gestion de portefeuille prévoit de réaliser des transactions pour le compte de l'ETF actif, y compris au cours de la journée de cotation, elle peut communiquer préalablement son intention à tous les teneurs de marché avec qui elle a contracté, en même temps et via le même canal de diffusion, en donnant des informations suffisamment générales sur lesdites transactions pour ne pas permettre au teneur de marché d'identifier les titres qui seront spécifiquement achetés et vendus.** L'objectif ici est d'éliminer tout risque de *front-running* de la part des teneurs de marché. Les informations fournies aux teneurs de marché peuvent par exemple leur permettre d'évaluer la nécessité ou non d'élargir leurs fourchettes de cotation pour prendre en compte l'incertitude que créent les changements apportés à la composition du portefeuille⁸.
5. **Les modalités encadrant les opérations de création / annulation de parts ou actions d'ETF actifs sur le marché primaire sont négociées librement entre la société de gestion de portefeuille et les participants autorisés⁹, comme cela est déjà le cas pour les ETF indiciels ou algorithmiques.** Ces modalités visent notamment à garantir que les opérations de création / annulation de parts ou actions sur le marché primaire sont réalisées à un prix reflétant la valeur des actifs de l'ETF, ajustée du coût de la liquidité des actifs acquis ou cédés par l'ETF.
6. **La société de gestion de portefeuille publie la composition exacte des portefeuilles de ses ETF actifs au moins une fois par mois avec un retard qui ne peut excéder un mois.** Les investisseurs finaux ont ainsi accès à la composition des portefeuilles des ETF actifs dans des conditions analogues à celles des fonds actifs traditionnels non-ETF. Une fréquence de publication minimale (mensuelle) et un retard maximum (un mois) permettent de refléter le fait que les ETF sont des fonds qui ont vocation à être plus transparents que les fonds non-ETF.

⁸ Exemples illustratifs (donc non contraignants) d'informations que pourraient divulguer les SGP aux teneurs de marché: (i) proportion - sous forme d'intervalle - du portefeuille qui sera affectée par les opérations, (ii) corrélation entre les titres qui seront intégrés dans le portefeuille et le panier actuel de l'ETF, (iii) devise et place / pays de cotation des titres qui seront intégrés au (et non ceux qui seront sortis du) portefeuille.

⁹ En Europe, les AP sont communément eux-mêmes MM.