



Union des marchés de capitaux

Une réforme plus ambitieuse des fonds monétaires

Mai 2015

Le règlement sur les fonds monétaires (*Money Market Funds*, MMF) est l'une des réformes majeures spécifiquement identifiée par le G20, le Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board*, FSB) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) suite à la crise de 2008 et dont le but est de mieux encadrer ces produits qui ont démontré, pendant la crise, leur forte sensibilité aux risques de désengagement brutal et massif (phénomène de « *run* »). La position récemment adoptée par le Parlement européen constitue une avancée importante vers l'adoption d'une réforme mais elle ne répond pas pleinement aux enjeux de stabilité financière posés par l'industrie des fonds monétaires affichant une valeur liquidative constante (« fonds CNAV »), et elle pourrait par ailleurs engendrer de nouveaux types de risques. Seule une réforme qui imposerait à terme, à tous les fonds monétaires, d'adopter une valeur liquidative variable, comme pour l'ensemble des fonds d'investissement, pourrait réduire l'incitation pour les investisseurs de se désengager brutalement – compte tenu de l'avantage acquis au premier sortant – et mettre fin à la confusion qui existe actuellement entre les fonds CNAV et les dépôts bancaires. Les fonds monétaires représentent une source majeure de financement à court terme pour de très nombreuses institutions financières, émetteurs et organismes publics en Europe. L'Union européenne doit démontrer sa capacité à trouver un compromis satisfaisant qui répondrait aux enjeux de stabilité financière identifiés tout en préservant le rôle clef des fonds monétaires dans le financement à court terme de l'économie européenne. Il en va de la crédibilité de l'Union.

Pourquoi une réforme ?

En septembre 2013, la Commission européenne a publié une proposition de règlement sur les fonds monétaires avec pour objectif de les rendre plus robustes et plus résilients face aux phénomènes de *run* et ainsi de renforcer la sécurité de produits représentant une source importante de financement à court terme pour les établissements financiers, les entreprises et les établissements publics européens.

Cette proposition de règlement constitue également la réponse de l'Union européenne aux recommandations émises par le G20, le FSB et l'OICV qui pressaient les régulateurs à travers le monde de renforcer le cadre réglementaire applicable aux fonds monétaires en général et aux fonds CNAV en particulier, dans la mesure où ces derniers font peser un risque sur le système financier, tel qu'illustré par la faillite du *Prime Reserve Fund* en septembre 2008. Leur modèle de valorisation (basé sur la méthode comptable du coût amorti) ainsi que leur utilisation de l'arrondi au point de pourcentage le plus proche, véhiculent une impression trompeuse de stabilité ainsi qu'une illusion d'équivalence avec des dépôts bancaires, soit avec des produits sans risques, ce qui rend les fonds CNAV plus sensibles aux risques de *run* du fait de l'avantage acquis au premier sortant.

La proposition de règlement propose un cadre réglementaire global applicable à l'ensemble des fonds monétaires, qu'ils soient des fonds CNAV ou des fonds à valeur liquidative variables (« fonds VNAV ») et ce, indépendamment de la directive européenne dont ils dépendent (directive OPCVM ou AIFM). Les propositions s'appuient sur les recommandations du Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières publiées en mai 2010, et qui constituent la première tentative européenne d'harmoniser la réglementation relative aux fonds monétaires à la suite de la crise financière, ainsi que sur les recommandations de l'OICV de 2012.

La proposition de règlement couvre un spectre large de sujets, afférant notamment aux actifs éligibles, aux ratios de diversification et de liquidité, aux exigences en matière de transparence et de *reporting*, aux simulations de risque dans des contextes de marchés difficiles, aux règles portant sur la bonne connaissance de la composition du passif ou encore sur l'évaluation de la qualité de crédit des fonds monétaires. Eu égard au traitement des risques spécifiques portés par les fonds CNAV, la Commission avait proposé d'imposer à ces fonds de constituer une réserve en capital équivalente à 3 % des actifs détenus en portefeuille dans laquelle ils pourraient puiser pour honorer d'éventuelles demandes massives de rachat.

Des institutions européennes divisées quant à la ligne à adopter au sujet des fonds CNAV

Le 29 avril 2015, après plusieurs mois de débats intenses, le Parlement européen a avalisé le rapport sur les fonds monétaires préparé par sa Commission des Affaires économiques et monétaires (ECON), rapport qui apporte un certain nombre d'amendements à la proposition de la Commission. En ce qui concerne les problèmes particuliers liés au traitement des fonds CNAV, le Parlement européen a choisi de ne pas retenir l'idée d'un coussin de capital initialement proposé par la Commission et a préféré limiter l'utilisation du modèle CNAV aux seuls fonds investis majoritairement dans de la dette publique européenne ou commercialisés uniquement auprès d'investisseurs non professionnels (à savoir, notamment, les organismes caritatifs, les associations à but non-lucratif, les administrations publiques, les fondations publiques, à l'exception des particuliers).

Le Parlement européen propose également la création d'un nouveau type de fonds hybride, les fonds monétaires à faible volatilité (« fonds LV NAV »), qui peuvent, dans le cadre de conditions particulières, continuer à recourir à la technique du coût amorti et à afficher une valeur liquidative constante. Point important, le texte prévoit la disparition de tels fonds LV NAV cinq ans après l'entrée en vigueur du règlement, sauf décision contraire de la Commission européenne. Afin de renforcer la sécurité de ces trois nouveaux types de fonds, le Parlement européen les autorise à recourir à des outils de gestion de la liquidité, tels que des commissions de rachat ou des restrictions de rachat, si le niveau des actifs liquides de ces fonds devait tomber en dessous de certains seuils prédéfinis.

Par ailleurs, le texte adopté par le Parlement européen propose également de renforcer les exigences en matière de stress tests et de règles de transparence pour tous types de fonds monétaires. La proposition initiale de la Commission de mettre en place des coussins d'actifs liquides, dont la maturité serait inférieure à un et cinq jours ouvrés respectivement, est maintenue mais la version adoptée par le Parlement européen propose d'ajuster le calibrage de ces coussins en fonction de la méthode de valorisation des actifs utilisée.

Le besoin d'une réforme simple qui réponde aux enjeux de stabilité financière tout en intégrant les spécificités du marché européen des fonds monétaires

La position adoptée par le Parlement européen illustre les difficultés à faire émerger une réponse ambitieuse au sujet des risques systémiques posés par les fonds CNAV. Si les services de l'AMF accueillent positivement la relance des débats autour ce sujet, nous considérons que seule l'obligation pour les fonds CNAV de faire flotter leur valeur liquidative en ligne avec la valeur de marché des instruments sous-jacents – à l'instar des autres fonds d'investissement – permet de répondre durablement aux risques posés par les fonds CNAV et de clarifier la différence entre les fonds monétaires et les dépôts bancaires. Toutes les autres options proposées jusqu'ici ne permettent pas de répondre aux problèmes qui sont à la source même de cet effort législatif, à savoir (i) le risque de stabilité financière posé par l'avantage acquis au premier sortant, avantage intrinsèque à la structure même des fonds CNAV et à l'incitation conséquente pour les investisseurs de se désengager massivement de ces fonds dans des contextes de marchés difficiles et (ii) la nature hybride de ces produits, maintenue, qui peuvent ainsi continuer à donner l'illusion trompeuse d'être des équivalents aux dépôts bancaires. Ainsi, les options actuellement envisagées ne peuvent être considérées que comme des vecteurs d'une phase de transition. A cet égard, les services de l'AMF soutiennent le principe de la clause d'extinction que le Parlement européen a choisi d'appliquer aux fonds LV NAV et proposent de soutenir son extension aux fonds CNAV de dette publique européenne et aux fonds CNAV destinés aux investisseurs non professionnels.

De plus, il est important de noter que les solutions proposées s'inspirent largement de la réforme américaine et ne prennent pas suffisamment en compte les spécificités propres aux marchés monétaires européens. De notre point de vue, certaines options actuellement envisagées peuvent être de nature à introduire de nouveaux risques ; c'est le cas tout particulièrement des fonds investis en dette publique européenne qui soulèvent par ailleurs un certain nombre de questions connexes telles que la détermination des critères de qualité de crédit de la dette publique éligible ou encore la probabilité de voir ces fonds secourus via des fonds publics en cas de problème.

La crédibilité de l'Union européenne est en jeu sur ce dossier majeur dans la mesure où, en 2011, à Cannes, le sommet du G20 a acté la nécessité d'une réforme de l'industrie des fonds monétaires, sur la base des exigences requises en matière de stabilité financière. A cet égard, il est intéressant de noter que le FSB est actuellement en train d'évaluer les progrès accomplis dans les réformes entreprises sur le secteur des fonds monétaires. Dans un tel contexte, il est de la plus haute importance que l'Union européenne parvienne à un compromis satisfaisant qui réponde aux enjeux de stabilité financière tout en préservant le rôle clef joué par les fonds monétaires dans le financement à court et moyen terme de l'économie européenne.

Autorité des marchés financiers

17, place de la Bourse – 75082 Paris Cedex 2 – France
Tél. : 01 53 45 60 00 – Fax : 01 53 45 61 00
www.amf-france.org

Contacts : Direction de la communication – Tél. : 01 53 45 60 25
Courriel : directiondelacommutation@amf-france.org

