

Gestion de la liquidité des fonds : mise en place d'outils et impacts anticipés

Martine Le Gall (AEFR)

Révélatrice comme de nombreuses crises, la pandémie a montré le manque d'équipement en outils de gestion de la liquidité de nombreux fonds européens. Parmi ces outils figurent le cantonnement de certains actifs illiquides ou la suspension des souscriptions et des retraits, que l'on peut activer sans même qu'ils soient mentionnés dans les prospectus. Mais dans tous les cas se pose la question de l'égalité de traitement des porteurs de parts : en cas de crise, par exemple, le premier investisseur sorti fait payer aux autres le coût du réaménagement du portefeuille.

Les travaux de cet atelier s'inscrivent dans un contexte réglementaire chargé, avec notamment en début d'année une consultation de l'Autorité des marchés financiers sur les outils de gestion de la liquidité (*gates*, droits d'entrée et de sortie ajustables, *swing pricing*...), la révision en cours des directives AIFM et UCITS et la réforme des fonds monétaires. Ces avancées réglementaires ne sont pas sans susciter des interrogations sur leur pertinence, le risque que font peser des règles mal calibrées ou encore sur le danger que représenterait, en présence de règles trop contraignantes, l'émergence de produits de substitution mal encadrés. Des débats ont aussi lieu à propos des instruments de gestion de la liquidité, dont certains se demandent s'ils sont vraiment susceptibles d'enrayer une crise de liquidité revêtant un caractère systémique.

Adina Gurau, Association française de la gestion financière

La liquidité passée ne disant rien de la liquidité future (Steven Maijor, ancien président de l'Autorité européenne des marchés financiers ou AEMF), on a besoin d'un cadre réglementaire en matière de gestion du risque de liquidité. On dispose de nombreux travaux sur la question : des principes généraux édictés par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO) et du Conseil de stabilité financière (FSB), mais aussi des rapports de la Commission européenne, de l'AEMF (par exemple les « *Guidelines on liquidity stress tests for investment funds* » de septembre 2019) ou encore de l'AMF.

La question de la liquidité affleure aussi dans les cadres généraux que sont, dans l'Union européenne, la directive de 2009 concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières

(OPCVM/UCITS) ou la directive de 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM).

Les fonds ont des fragilités structurelles liées au levier et à la liquidité (avec notamment le non-alignement entre l'actif et les termes de rachat, cela sur fond de respect de l'égalité entre les porteurs).

Il est important de bien calibrer les réponses au problème posé par la liquidité. On évoque par exemple souvent le recours à des poches de liquidité, mais ce n'est pas un outil adapté, sauf pour les fonds monétaires.

Les guides professionnels constituent une autre source réglementaire (droit souple) et d'informations. L'AFG, par exemple, a publié un « Guide pratique de la mise en conformité du dispositif d'encadrement du risque de liquidité », mis à jour en mars 2022, ou encore un « Code AFG de bonnes pratiques concernant la gestion du risque de liquidité dans les organismes de placement collectif » en janvier 2016.

La France, grâce notamment à des travaux de place, est en pointe dans l'introduction d'outils de gestion du risque de liquidité. Chaque outil (*swing pricing*, droits d'entrée et de sortie ajustables, préavis, plafonnements, poches, suspension...) est préconisé en fonction de l'environnement (de la normalité aux crises aiguës).

La gestion du risque de liquidité est régie par des principes fondamentaux : i) il ne saurait y avoir une garantie de liquidité (les fonds ne sont pas des dépôts) ii) le gérant veille au meilleur intérêt des porteurs et à l'égalité de traitement entre eux iii) la gestion de la liquidité s'inscrit dans un cadre plus large de gestion des risques (de marché, de crédit, de liquidité) iv) la mise en place d'un outil de liquidité n'est pas un échec mais représente une protection (qui peut éviter la mesure la plus radicale, la suspension) v) la liquidité d'une classe d'actifs ne peut être présumée (même le marché des bons du Trésor américains connaît des coupures de liquidité).

Deux principes clés pour la mise œuvre de la gestion du risque : disposer d'un dispositif de valorisation robuste et adapter les outils au profil du fonds.

Parmi les processus réglementaires en cours figurent les refontes des directives UCITS et AIFM, avec la possible introduction d'outils de gestion de la liquidité, l'amendement du règlement européen sur les fonds monétaires de 2017 (avec une possible introduction des *redemption fees* (frais forfaitaires sur les rachats), dont l'AFG estime qu'ils ne devraient être utilisés qu'en cas de crise). Et en France une consultation de l'AMF visant à favoriser l'introduction des *gates* et *swing pricing/ADL* dans les véhicules français.

Jacques Scaflaire, AMF

Point sur la consultation publique de l'AMF (janvier à mars 2022)

Il est pertinent de classer les outils de gestion du risque de liquidité selon qu'ils sont employés en situation ordinaire (préavis de rachat, droits ajustables, *swing pricing*) ou extraordinaire (suspension, cantonnement des titres illiquides, rachats en titres, *gates* ou report d'une partie des demandes sur la valeur liquidative suivante).

A noter : la suspension et les rachats en titres sont autorisées en droit ; seuls les *gates* et les dispositifs de *swing pricing* doivent être mentionnés dans les prospectus.

L'AMF a publié plusieurs documents sur le fonctionnement et le recours à ces outils (dont en juillet 2020 sur le recensement des outils utilisés dans les fonds français).

Le *gate*, qui consiste à reporter une partie des rachats (art 411-20-1 du règlement général de l'AMF), évite la déconnexion du passif et de l'actif. Des travaux sont réalisés par les dépositaires de la place en vue d'automatiser leur activation en cas de demandes représentant des volumes importants.

Utilisés la plupart du temps pour faire face à une situation exceptionnelle, ils sont efficaces quand la liquidité est faible mais pas inexistante. Le fait de ne pas pouvoir y recourir expose à la mise en œuvre de mesures défavorables, dont la suspension.

Le *swing pricing* consiste à faire évoluer la valeur liquidative en fonction du passif, cela (quand il y a des demandes de rachat) pour réduire le coût de réaménagement du portefeuille. Outil permettant de maintenir l'égalité de traitement entre porteurs, il doit être mentionné dans le prospectus, cela sur la base des bonnes pratiques telles que recommandées par l'AFG.

Ces outils sont toutefois peu utilisés, ce qui a motivé la consultation de l'AMF au début de 2022, qui devrait déboucher sur une adoption courant 2023.

S'agissant des *gates*, les directions sont les suivantes : i) garantir une bonne information au porteur ii) sensibiliser les gérants à leurs obligations en matière de gestion des risques de liquidité iii) ne pas procurer une prime aux moins-disants avec la mise en place d'une période transitoire d'un an.

L'approche concernant le *swing pricing* est moins contraignante (cet outil doit largement demeurer à la main des sociétés de gestion). Mais la consultation permettra de faire un état des lieux. Par ailleurs, l'AMF souhaite que les sociétés de gestion vérifient régulièrement si leurs fonds nécessitent le recours à cet outil.

Enfin, l'AMF souhaite que soient alignés les exigences lors de l'introduction des droits ajustables sur celles du *swing pricing*.

Stéphane Janin, Axa IM

Contexte international

Il convient de replacer la question de la liquidité dans un contexte historique et international, en partant de l'après-crise de 2008, quand le Conseil de stabilité financière a entrepris de s'attaquer au risque systémique du *shadow banking* : l'un des risques identifiés était la liquidité des fonds. Le Conseil de

stabilité financière a mandaté l'Organisation internationale des commissions de valeurs afin de plancher sur le sujet.

Axa IM estime qu'il est important de participer à ces travaux au plus haut niveau, notamment pour s'assurer que les préconisations retenues ne vont pas à l'encontre des obligations fiduciaires des gérants et que ces préconisations sont pertinentes. La société de gestion a notamment participé à des travaux avec l'*International Capital Market Association (ICMA)* et avec l'*European Fund and Asset Management Association (EFAMA)* en vue de soumettre des propositions aux autorités politiques et de marché. Parmi ces préconisations : la question de la liquidité ne peut pas être traitée isolément ; il faut la prendre en compte dès la création du fonds : quels actifs ? quels clients ? d'où, quels outils de gestion de la liquidité ? (les autorités de contrôle doivent prendre leurs responsabilités à cet égard lors de l'agrément des fonds).

Une meilleure gestion de la liquidité nécessite que les sociétés de gestion disposent d'informations sur la nature des passifs auprès des distributeurs. Mais aussi que les outils de gestion de la liquidité soient à la disposition de toutes les juridictions, ce qui passe pour une harmonisation à l'échelle de l'Union européenne, par exemple à l'occasion de la révision des directives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (UCITS) et sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM). Ces outils devraient être mis en œuvre de façon à peu près comparable pour les OPCVM et pour les fonds alternatifs (les fonds monétaires devant de leur côté être traités de façon spécifique).

La révision des directives UCITS et AIFM est très avancée au Conseil européen, moins au Parlement européen où, cependant, un projet de rapport est sur la table. On se dirige vers une adoption à la fin de 2022 ou au début de 2023 et une application en 2024.

Si les travaux réalisés dans le cadre du Conseil sont plutôt satisfaisants, il faudra être attentif aux mesures de niveau 2 édictés par l'Autorité européenne des marchés financiers. Par exemple, il n'est pas exclu que l'autorité européenne spécifie les détails sur la sélection et l'utilisation des outils de gestion

de la liquidité : les sociétés de gestion pourraient être dans l'obligation de recourir à tel ou tel outils dans certaines conditions de marché, ce qui n'est pas souhaitable.

Pour ce qui est du Conseil de stabilité financière, qui doit publier fin 2022 un rapport sur les fonds ouverts, on peut regretter que ses travaux aient été relancés par l'épisode de mars 2020, alors que des études existaient et que, dans une large mesure, il n'y a pas eu au printemps 2020 de problème de liquidité. Le Conseil de stabilité pourrait être amené à exclure certains actifs (dette de pays en développement pas exemple), à espacer la fréquence des rachats ou encore à imposer des tests de liquidité. Soyons vigilants à l'égard des travaux réalisés par des banques centrales, qui ne sont pas forcément les mieux placées pour de faire.

Mathieu Vaissié, Ginjer AM

On entre dans un cycle d'inflation et de resserrement monétaire inédit pour les plus jeunes des acteurs de marché et à cette occasion, la question de la liquidité est posée. Elle ne devrait pourtant pas l'être comme une préoccupation conjoncturelle, mais comme un élément structurel.

L'économie des marchés financiers s'est sensiblement transformée, avec l'innovation technique (l'information est disponible partout par tous) et l'innovation financière (transfert des risques vers des actifs synthétiques). Au lieu de gérer les risques en procédant par des arbitrages entre classes d'actifs, on couvre ses positions. Avec l'apparition en masse d'un nouveau type d'acteur, insensible aux prix et qui préempte la liquidité, on a affaire à des trous noirs de liquidité.

On peut croire, dans un environnement de marché ordinaire, que la liquidité est satisfaisante. Elle n'est pourtant pas disponible partout, et peut disparaître rapidement (phénomène de panique) : ces dernières années ont abondé les cas de fonds en difficulté, cela dans toutes les juridictions et quelles que soient les classes d'actifs.

La bonne mesure ne doit pas porter sur la liquidité latente, mais la liquidité avérée, soit la quantité d'actifs négociables sans décalage de prix.

Les outils de gestion de la liquidité sont activés en bout de course : quand la liquidité diminue, il est souvent trop tard pour réagir. Ils relèvent d'une pensée statique appliquée à un phénomène qui, lui, est dynamique, et peuvent témoigner d'une forme de déni d'un problème beaucoup plus large et systémique.

Des progrès importants ont été accomplis dans la gestion de l'actif des fonds, même si persiste l'idée d'une liquidité présumée de certains actifs et si du chemin reste à faire dans les domaines de la valorisation et de ses outils. Pour remédier aux défauts de liquidité, il est essentiel que le passif fasse l'objet d'une attention aussi soutenue que l'actif. Des outils existent, comme le *machine learning*, qui permettent d'appréhender la dynamique des passifs et ainsi de piloter plus finement l'allocation des actifs. Il faut pour cela des données accessibles et fiables, ce qui n'est pas le cas en ce moment, d'où une intervention souhaitable des autorités de contrôle.

Stéphanie Rousseau, Association française des trésoriers d'entreprise (AFTE)

En mars 2020, le marché des NEU CP (Negotiable EUropean Commercial Paper, titres négociables à court terme, anciennement billets de trésorerie), qui constitue l'un des moyens pour les entreprises de financer leur besoin en fonds de roulement, a été gelé. Pour y remédier, les entreprises ont désinvesti des fonds monétaires (la décollecte a été de l'ordre de 50 milliards d'euros).

Pour placer leur trésorerie, les entreprises ont besoin de véhicules stables et liquides : les fonds monétaires remplissent ces conditions et représentent des alternatives crédibles aux dépôts bancaires. Les questions liées au placement des excédents de trésorerie se posera d'autant plus qu'avec les crises à répétition les entreprises ont pris l'habitude de procéder à des financements de précaution et n'hésitent pas à porter du cash au bilan.

L'AFTE a répondu à la consultation de l'Autorité européenne des marchés financiers sur une éventuelle réforme des fonds monétaires. L'AFTE estime que les règles issues des réformes qui ont suivi la crise de 2008 sont globalement satisfaisantes : l'épisode de mars 2020 en témoigne. Les règles existantes sont donc suffisantes. Un nouveau train de règles pourrait conduire à une concentration de l'industrie des

fonds monétaires, ce que les entreprises ne souhaitent pas car elles veulent pouvoir continuer de diversifier leurs contreparties et leurs supports de placement. Des nouvelles règles pourraient aussi créer un effet d'éviction en faisant émerger des produits de substitution non réglementés, donc dangereux pour la stabilité financière. Enfin, les entreprises souhaitent continuer d'avoir accès à des fonds monétaires dit *cash equivalent*, qui peuvent venir en déduction de la dette brute.

Hubert Rodarie, Association française des investisseurs institutionnels (Af2i)

Les investisseurs institutionnels ne font pas de la liquidité un objectif en soi, mais le fait de recourir à la gestion collective leur offre une liquidité qu'ils n'ont pas en détenant des titres en direct.

L'Af2i a répondu à la consultation sur la réforme des fonds monétaires. L'association juge qu'il n'est pas nécessaire d'établir de nouvelles règles : de nombreux rapports, dont celui du Conseil de stabilité financière publié en 2021, montrent que, quel que soit le contexte, les fonds monétaires se montrent résilients.

En matière financière, le renforcement des normes procède souvent d'une approche mécaniste du fonctionnement des marchés. Tout se passe comme si les autorités souhaitaient mettre tous les acteurs sous pilotage automatique. Pour elles, la stabilité du système dans son ensemble est conçue comme la somme des stabilités de chacun de ses acteurs, mais cette approche relève de l'erreur conceptuelle : le fait de bien comprendre le fonctionnement des entités prises séparément ne dispose pas à comprendre le fonctionnement de l'ensemble. Par ailleurs, les crises présentent souvent des spécificités : on constate par exemple à l'occasion de fortes variations de cours qu'apparaissent des corrélations que l'on ne connaissait pas.

Par ailleurs, la littérature académique sur le fonctionnement des organisations nous apprend que l'ajout de dispositifs ne répondant pas parfaitement à des objectifs identifiés crée de la complexité et de la rigidité, sources de crises endogènes (mauvaises réponses à des chocs externes mineurs). La complexité peut conduire à une concentration de l'industrie, donc des risques. Quant à la rigidité, elle entraîne une déqualification des acteurs (ici des gérants). Si leurs interventions deviennent par trop mécaniques, cela

peut déstabiliser la liquidité. Il convient de rappeler que la diversité, la responsabilité et la compétence sont les garants de la qualité de la gestion à long terme.

Les investisseurs institutionnels prônent la stabilité juridique. Les clauses de revoyure sont pratiquement devenues la norme en matière de réglementation financière dans l'Union européenne ; il ne faudrait pas que les révisions soient l'occasion d'ajouter systématiquement de nouvelles règles ou de les complexifier. La révision doit déboucher sur de nouvelles règles si elles sont absolument nécessaires.

Il est légitime de se demander si une éventuelle réforme ne risque pas de se tromper de cible. Quelque 55 % des fonds monétaires en Europe sont libellés en devises, détenus par des entreprises étrangères et sont investis principalement dans des titres non européens.

Enfin, le fait d'imposer des outils de gestion de la liquidité risque de se solder par une déresponsabilisation des gérants. Ces outils devraient, en tout état de cause, être utilisés en derniers recours. Ils mériteraient d'ailleurs d'être nommés « dispositifs exceptionnels ».