



Bruxelles, le 4.9.2013
SWD(2013) 316 final

DOCUMENT DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION

RÉSUMÉ DE L'ANALYSE D'IMPACT

accompagnant le document:

Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les fonds monétaires

{COM(2013) 615 final}
{SWD(2013) 315 final}

1. INTRODUCTION

En Europe, les fonds monétaires sont une source importante de financement à court terme pour les établissements financiers, les entreprises et les administrations. Environ 22 % des titres de créance à court terme émis par des administrations ou par des entreprises en Europe sont détenus par des fonds monétaires, lesquels détiennent par ailleurs 38 % des dettes à court terme émises par le secteur bancaire¹. Du côté de la demande, les fonds monétaires constituent un outil de gestion de la trésorerie à court terme disposant d'importants atouts de par leur liquidité, leur composition diversifiée, la stabilité de leur valeur ainsi que leur rendement fondé sur le marché. Les principaux utilisateurs des fonds monétaires sont des sociétés qui désirent investir leurs excédents de trésorerie pour une courte période en attendant une échéance majeure, comme le versement des salaires. Ils constituent donc, plus que tout autre fonds d'investissement, un point de rencontre essentiel entre l'offre et la demande de liquidités à court terme.

Les fonds monétaires forment une catégorie de fonds qui est totalement distincte de tous les autres fonds communs de placement et dont les actifs gérés avoisinent 1 000 milliards d'EUR. La plupart d'entre eux, représentant quelque 80 % des actifs et 60 % des fonds, sont régis par la directive concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM). Le volume moyen d'un fonds monétaire dépasse largement le volume moyen d'un OPCVM. Ainsi, un seul fonds monétaire peut atteindre une valeur de 50 milliards d'euros.

Les incidences systémiques des fonds monétaires ainsi que leurs interconnexions avec les émetteurs et leurs banques sponsors occupent une place prépondérante dans les travaux menés au niveau international sur le système bancaire parallèle. Le Conseil de stabilité financière (CSF) et d'autres institutions, dont l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) et le Comité européen du risque systémique (CERS) ont analysé les fonds monétaires et leurs implications systémiques. Les fonds monétaires, en particulier ceux qui maintiennent un prix stable de l'action, ont été épinglés en raison des similitudes qu'ils présentent avec les dépôts.

2. DEFINITION DU PROBLEME

Les fonds monétaires sont un instrument commode pour les investisseurs en raison des similitudes qu'ils présentent avec les dépôts bancaires: accès instantané aux liquidités et stabilité de leur valeur. Les investisseurs considèrent les fonds monétaires comme un substitut sûr et plus diversifié aux dépôts bancaires. Pourtant, les fonds monétaires ne sont rien d'autre que des fonds de placement classiques, soumis aux mêmes risques inhérents aux investissements. Ainsi, lorsque le cours des actifs dans lesquels les fonds monétaires sont investis se met à baisser, en particulier en période de tension sur les marchés, la promesse faite aux investisseurs de rembourser immédiatement les parts ou actions émises et d'en préserver la valeur ne peut pas toujours être tenue. Si certains fonds peuvent avoir les moyens de soutenir la valeur des parts en leur offrant le soutien de leurs sponsors, d'autres ne disposent pas nécessairement de capitaux suffisants pour le faire. Il est à craindre, toutefois, que les investisseurs, dès qu'ils sentent qu'un fonds

¹ En France, les fonds monétaires détiennent 45 % des certificats de dépôt émis par des banques et 35 % des certificats émis par des sociétés non financières.

monétaire risque de faillir à sa promesse de liquidité et de stabilité permanentes, demandent le remboursement et provoquent, partant, un désinvestissement massif.

Les désinvestissements massifs se caractérisent par des demandes de remboursement soudaines et de grandes ampleurs émanant de groupes importants d'investisseurs désireux d'éviter les pertes et d'obtenir un remboursement au prix le plus élevé. Ils présentent une importance systémique car ils forcent les fonds monétaires à vendre leurs actifs à bref délai pour répondre aux demandes de remboursement à satisfaire. La spirale des remboursements accélère pour sa part la baisse de la valeur liquidative (VL) du fonds, dont la régression se trouve dès lors démultipliée, de même que s'intensifient les craintes d'instabilité pesant sur le marché monétaire dans son ensemble.

Les problèmes liés aux désinvestissements massifs sont de nature systémique en raison 1) des liens étroits entre les fonds monétaires et l'économie réelle et 2) de leur corrélation avec les sponsors. De plus, les désinvestissements massifs qui touchent les fonds monétaires posent également des problèmes de protection des investisseurs, car les remboursements tardifs sont automatiquement moins avantageux.

Le marché des fonds monétaires est concentré dans quelques États membres, la France, l'Irlande et le Luxembourg représentant plus de 95 % du marché en termes d'actifs gérés. Le marché est toutefois fortement interconnecté avec d'autres pays en raison de la proportion élevée d'investissements et d'investisseurs transfrontières et de la contagion transfrontière due aux liens entre les fonds monétaires et leurs sponsors domiciliés dans d'autres pays.

Contagion à l'économie réelle

Lors de la crise, la liquidité des fonds monétaires n'a pas été suffisante pour satisfaire toutes les demandes de remboursement. Cette situation a conduit certains fonds à suspendre les remboursements ou à recourir à d'autres restrictions. Priver les investisseurs de fonds monétaires à court terme peut avoir des répercussions sur les émetteurs qui sont tributaires des financements à court terme par l'intermédiaire des fonds monétaires. Du fait que les fonds monétaires jouent un rôle déterminant dans le financement à court terme d'entités telles que les banques, les entreprises ou les administrations, les désinvestissements massifs dont ils font l'objet peuvent avoir des conséquences macroéconomiques plus étendues. Si les banques représentent la plus grande part (85 %) des 1 000 milliards d'EUR émis au profit de fonds monétaires, la part des administrations représentent environ 10 % et celle des entreprises, environ 5 %. Les administrations et les très grandes entreprises utilisent le marché monétaire pour se financer à court terme, parallèlement aux lignes de crédit bancaire. Toute contagion s'étendant au marché du financement à court terme pourrait alors également créer des difficultés directes majeures pour le financement de l'«économie réelle».

Contagion aux sponsors

Les fonds monétaires, particulièrement ceux qui promettent une stabilité du prix de l'action pour les remboursements, se fondent traditionnellement sur le capital discrétionnaire du sponsor pour maintenir leur valeur liquidative en période de baisse de la valeur des actifs. Les sponsors des fonds monétaires peuvent décider d'apporter leur aide afin de compenser une baisse de la valeur liquidative de leurs fonds. Les sponsors sont souvent obligés de soutenir les fonds monétaires qu'ils sponsorisent par crainte que la baisse de la valeur liquidative de ces fonds, du fait du risque de réputation, ne

déclenche un mouvement de panique qui pourrait s'étendre aux autres activités du sponsor. Pour les banques sponsors, le risque est encore plus prononcé parce que la panique pourrait s'étendre aux clients de détail de la banque, ce qui pourrait à son tour causer la défaillance de la banque.

Pendant la crise, plusieurs exemples d'aides apportées par les sponsors ont été répertoriés.

Les sponsors sont généralement peu préparés pour faire face à ces situations, car la garantie «implicite» n'est pas enregistrée comme une garantie explicite. Aucune réserve de capital n'est constituée pour couvrir l'aide qu'apporte le sponsor. Dès lors, selon la taille du fonds et la pression exercée par les demandes de remboursement, l'aide que doit apporter le sponsor peut aller au-delà de ses réserves disponibles. Les plus grands fournisseurs de fonds monétaires sont à la tête de plus de 250 milliards d'EUR d'actifs de fonds monétaires à l'échelle mondiale alors que, dans certains cas, les liquidités disponibles dans leur bilan ne s'élèvent qu'à quelques centaines de millions d'euros.

Inégalité de traitement des investisseurs

Lors d'un désinvestissement massif, chaque ordre de remboursement provoque la baisse du prix du fonds, car le fonds est obligé de vendre ses actifs avec des coûts de liquidité accrus. Cela crée un avantage pour le précurseur et les investisseurs qui demandent tardivement leur remboursement (souvent les petits investisseurs) doivent supporter les coûts associés aux premiers remboursements. Il y a donc un transfert d'argent des derniers vers les premiers. Le coût du remboursement peut représenter un désavantage considérable pour ceux qui demandent tardivement leur remboursement, parce que la différence de coût entre avant le remboursement et après peut être considérable.

Conséquences

Puisque le marché monétaire et les sponsors présentent une importance systémique, les gouvernements pourraient être contraints d'intervenir lorsque le marché monétaire est confronté à une crise. Les autorités américaines ont instauré un plan visant à garantir tous les montants investis dans les fonds monétaires. Les autorités publiques en Europe ont également dû intervenir pour mettre fin à la contagion: l'Allemagne a adopté une loi pour stabiliser le marché et le Luxembourg a annoncé qu'il prendrait toutes les mesures nécessaires à la stabilisation des fonds monétaires nationaux. Les différentes réactions des entités européennes n'ont pas été propices au renforcement de la stabilité du marché européen dans son ensemble, car elles ont provoqué des mouvements de l'argent des investisseurs vers les fonds monétaires qui bénéficiaient d'une telle garantie.

Les conséquences liées à la liquidation des fonds monétaires peuvent être extrêmement déstabilisantes pour l'investisseur étant donné que les remboursements resteront suspendus pendant une période qui peut être très longue et que le montant exact recouvré au final demeurera incertain tout aussi longtemps. Lorsque des entreprises placent leurs liquidités dans un fonds monétaire, une suspension peut entraîner l'incapacité d'effectuer les dépenses opérationnelles prévues, telles que le paiement des salaires.

3. ANALYSE DE LA SUBSIDIARITE

Les approches réglementaires nationales sont intrinsèquement limitées à l'État membre en question. Si le profil en matière de produits et de liquidités des fonds monétaires est

réglementé uniquement à l'échelon national, il est à craindre que des produits différents seront commercialisés sous l'appellation de fonds monétaire. Cette situation serait source de confusion pour les investisseurs et ferait obstacle à l'émergence de conditions de concurrence homogènes à l'échelle de l'Union pour les établissements qui proposent des fonds monétaires tant à des investisseurs professionnels qu'à de petits investisseurs. De même, les divergences nationales sur les caractéristiques essentielles d'un fonds monétaire augmenteraient le risque de contagion transfrontière, surtout lorsque les émetteurs et le fonds monétaire sont situés dans des États membres différents.

De plus, comme un grand nombre d'opérateurs proposant des fonds monétaires en Europe sont domiciliés dans des États membres autres que ceux dans lesquels les fonds sont commercialisés, il est essentiel de créer un cadre robuste pour éviter la contagion transfrontière entre un fonds monétaire et son sponsor. Le problème se pose avec d'autant plus d'acuité quand le sponsor est établi dans un État membre qui ne disposerait pas de ressources suffisantes pour renflouer un sponsor défaillant. Comme les fonds monétaires sont principalement domiciliés dans deux États de l'UE (l'Irlande et le Luxembourg), où aucune banque sponsor n'est domiciliée, la dimension transfrontière de l'aide du sponsor devient significative.

Une action à l'échelon européen est donc nécessaire.

4. OBJECTIFS

Les objectifs généraux sont:

- 1) renforcer la stabilité financière du marché intérieur;
- 2) accroître la protection des investisseurs des fonds monétaires.

La réalisation de ces objectifs généraux suppose celle des objectifs spécifiques suivants:

- 1) prévenir le risque de contagion à l'économie réelle;
- 2) prévenir le risque de contagion au sponsor;
- 3) réduire les désavantages que subissent les investisseurs qui demandent tardivement leur remboursement, surtout si les remboursements s'effectuent en période de tension sur les marchés.

La réalisation de ces objectifs spécifiques suppose d'atteindre les objectifs opérationnels suivants:

- 1) garantir que la liquidité du fonds est suffisante pour faire face aux demandes de remboursement des investisseurs;
- 2) adapter la structure du fonds monétaire de manière à ce que la promesse de stabilité puisse résister à des conditions défavorables sur le marché.

5. OPTIONS

Afin d'atteindre le premier objectif opérationnel (garantir un niveau suffisant de liquidité des fonds monétaires), les services de la Commission ont analysé différentes options:

trois mécanismes différents de frais ou de restrictions de remboursement, une option concernant les tampons de liquidités, une option concernant la qualité et la diversification des actifs et des options concernant le profilage des clients des fonds monétaires.

Afin d'atteindre le second objectif opérationnel (préparer les fonds monétaires pour qu'ils puissent résister à des conditions de marché défavorables), les services de la Commission ont analysé les options suivantes: une option concernant la transparence, deux options concernant l'évaluation exigeant une valeur liquidative flottante, deux options imposant des tampons de valeur liquidative, une option concernant le statut bancaire, une option combinant une valeur liquidative flottante et une valeur liquidative tampon et une option sur la notation.

6. ANALYSE D'IMPACT DES OPTIONS RETENUES

Objectif opérationnel 1: les options visant à accroître la liquidité et à «connaître son client» sont les options retenues

Afin de garantir que les liquidités du fonds sont suffisantes pour répondre aux demandes de remboursement des investisseurs, les options visant à accroître la liquidité des actifs du portefeuille et à mettre en œuvre une stratégie «connaître son client» sont privilégiées. Les trois options reposant sur l'imposition de frais ou restrictions de remboursement réduiraient en revanche considérablement l'attractivité des fonds monétaires pour les investisseurs. La consultation montre que ces options pourraient conduire à une contraction des actifs totaux gérés par les fonds monétaires, ce qui priverait l'économie réelle d'un important outil de financement à court terme. En outre, les options limitant les possibilités de remboursement soulèvent des questions quant à leur effet contra-cyclique possible, qui ne diminuerait pas le risque systémique, mais l'augmenterait.

Si l'on augmente la liquidité du portefeuille tout en s'assurant que le portefeuille est suffisamment diversifié et pas investi dans des actifs de faible qualité, l'objectif de renforcer la capacité des fonds monétaires à traiter les remboursements est mieux réalisé. D'une part, les investisseurs bénéficieront d'un meilleur accès aux liquidités et d'un risque réduit et, d'autre part, le fonds sera davantage en mesure de faire face à des demandes de remboursement importantes. Les coûts de ces options semblent relativement modestes parce que la majorité des fonds monétaires ont déjà élaboré des règles internes qui vont dans ce sens. Les conséquences sur le marché de la dette à court terme semblent également gérables car seule une très faible proportion des actifs sont investis à l'extrémité long terme de la courbe des rendements à court terme. La politique visant à anticiper les demandes de remboursement importantes n'empêchera pas, à elle seule, les désinvestissements massifs, mais elle constitue tout de même un outil utile pour gérer les flux entrants et sortants et peut être mise en œuvre à moindre coût.

Objectif opérationnel 2: les options visant à accroître la transparence, à assurer des évaluations stables et à limiter l'utilisation de notations sont les options retenues

De manière générale, toutes les options analysées augmenteraient la stabilité financière suivant différents degrés, mais aucune option n'atteindrait ces résultats sans incidence négative. Les options retenues sont celles qui permettent de trouver le meilleur équilibre entre la stabilité financière et les coûts.

La réforme de la méthode d'évaluation rappellera une évidence, à savoir que les fonds monétaires sont des fonds de placement normaux soumis aux fluctuations des cours. L'utilisation du coût amorti et de la méthode d'arrondi permet au fonds de maintenir la stabilité des prix. Exiger l'utilisation de la valorisation au prix du marché permettra d'indiquer clairement aux investisseurs que ce sont eux qui supportent le risque lié à leurs investissements et pas le sponsor du fonds. Cette méthode réduira ou supprimera même les incitations encourageant les sponsors à apporter leur aide. Les risques de contagion aux sponsors et au système bancaire diminueraient. Une valeur liquidative flottante constitue dès lors l'option préférée pour stabiliser le secteur des fonds monétaires et, partant, pour limiter la contagion au secteur bancaire. Toutefois, on ne peut exclure que certains investisseurs ne souhaitent pas investir dans des fonds monétaires flottants, ce qui pourrait entraîner au final une contraction du secteur des fonds monétaires. Les incidences sur les gestionnaires semblent plus limitées.

Comme il n'est pas certain que tous les investisseurs des fonds monétaires s'adapteront à une structure de valeur liquidative flottante, les fournisseurs de fonds monétaires auront la possibilité de conserver un fonds à valeur liquidative stable. Cependant, les fonds monétaires à valeur liquidative stable devront bénéficier d'une valeur liquidative tampon, financée par le gestionnaire. Dans le cadre de l'option associant une valeur liquidative flottante à une valeur liquidative tampon, les gestionnaires de fonds monétaires stables devront financer un tampon équivalant à au moins 3 % des actifs gérés des fonds monétaires. Parmi les cas de soutien par des sponsors observés pendant la crise (123 cas liés à des fonds monétaires américains), 3 seulement ont dépassé ce seuil de 3 %. Lors de la défaillance du Reserve Primary Fund en 2008, ce dernier a perdu 3 % de sa valeur pour une exposition de 1,5 % à des actifs de Lehman. Le tampon n'offrira pas de garantie absolue aux titulaires de fonds monétaires à valeur liquidative constante (VLC), mais une sécurité suffisante respectant l'équilibre entre la nécessité de conserver un modèle VLC robuste et sûr et les capacités de financement des gestionnaires.

Alors que l'option de la valeur liquidative flottante a le mérite d'aborder les risques systémiques de manière très simple et efficace, l'option associant les deux systèmes tient compte du fait qu'il puisse être déstabilisant pour le financement global de l'économie européenne que tous les fonds monétaires soient obligés d'avoir une valeur liquidative flottante.

Même si une valeur liquidative stable assortie de valeurs liquidatives tampons appropriées constitue un «second choix» par rapport à une valeur liquidative flottante, la combinaison susmentionnée des deux options, dans des conditions strictes, peut être recommandée afin de garantir que la politique générale de valeur liquidative flottante n'entraîne pas de perturbation injustifiée du financement global à court terme de l'économie européenne.

Afin d'être transparents quant à la méthode choisie, les gestionnaires devront augmenter la transparence à l'égard des investisseurs. La question des désinvestissements massifs à la suite d'une révision à la baisse de la notation de crédit ne peut être réglée qu'en limitant l'utilisation des notations, au moins au niveau du fonds.

Impact sur les pays tiers

Les travaux relatifs au système bancaire parallèle ont une dimension internationale. Les recommandations de l'OICV concernant les fonds monétaires, ainsi que leur approbation par le CSF, exigent une mise en œuvre dans chaque État du G20. Il est particulièrement

important de veiller à ce que les réformes prévues concernant la liquidité et la stabilité des fonds monétaires soient appliquées de manière uniforme, afin d'éviter un arbitrage réglementaire et une contagion entre États. Par conséquent, les options retenues dans la présente analyse d'impact sont le reflet des recommandations de l'OICV et du CSF.

Les États-Unis, en tant que plus grand marché des fonds monétaires au monde, requièrent une attention particulière. Le marché européen des fonds monétaires et le marché américain des fonds monétaires sont interconnectés. Les fonds monétaires établis aux États-Unis sont des investisseurs majeurs dans les instruments du marché monétaire émis en Europe. Inversement, les fonds monétaires européens sont des investisseurs majeurs dans les instruments du marché monétaire émis aux États-Unis. Les fonds monétaires des deux côtés de l'Atlantique représentent donc une importante source de financement non seulement pour les émetteurs privés et les banques sur leur propre continent, mais aussi pour ceux établis sur l'autre continent. Les autorités américaines sont également engagées dans un processus de réforme des fonds monétaires. Un dialogue étroit a été mis en place avec les États-Unis afin de coordonner les étapes ultérieures de l'élaboration de la réglementation.

7. SUIVI ET EVALUATION

L'évaluation ex post de toutes les nouvelles mesures législatives constitue une priorité pour la Commission. Le futur règlement fera aussi l'objet d'une évaluation complète afin de déterminer notamment son efficacité et son efficacité en ce qui concerne la réalisation des objectifs exposés dans le présent rapport, et de décider de l'opportunité de nouvelles mesures ou de modifications.

Sur le plan des indicateurs et des sources d'informations susceptibles d'être consultés au cours de l'évaluation, des données provenant de sources différentes seront utilisées, pour suivre le niveau de liquidité, les types d'actifs, les émetteurs des actifs et les investisseurs des fonds monétaires. Sur la base de ces indicateurs, il sera possible de tirer des conclusions concernant les incidences de la réforme sur la stabilité financière.