

À l'attention des membres de l'Association



Bâle, le 24 avril 2020
membre/circulaire SSC

N° 05/2020

Mesures en cette période du COVID-19 - Exemples de l'étranger

Mesdames, Messieurs,

La crise du COVID-19 a entraîné une volatilité accrue des marchés, et donc, parfois, des difficultés pour évaluer les fortunes des fonds, et des problèmes de liquidité imminents en cas d'augmentation des volumes de rachat. La SFAMA a traité la question dans ses [circulaires 03/2020 du 6 avril et 04/2020 du 23 avril 2020](#) et a clarifié diverses questions liées à la situation spécifique en Suisse.

En outre, diverses mesures prises (à première vue rapidement) dans les différents États membres de l'UE ont fait l'objet de discussions intenses ces dernières semaines. Un aperçu des sujets les plus importants sera donné ci-après et il s'agira notamment de montrer que cette première impression est apparemment fautive. En effet, plusieurs de ces récentes évolutions en matière de gestion du risque de liquidité des fonds dans les différents États membres de l'UE ne sont pas dues à la crise actuelle du COVID-19. Les développements qui ont attiré le plus l'attention sont plutôt le résultat d'efforts réglementaires en cours.¹ Dans de nombreux États membres de l'UE, ces activités ont conduit soit à l'introduction d'outils de gestion du risque de liquidité (*Liquidity risk Management Tools, LMT*) dans la législation nationale, soit à la révision des LMT existants. En outre, les problèmes d'évaluation causés par la forte volatilité des marchés – notamment liés au *swing pricing* – ont été abordés. Seul le déclenchement des mesures ou l'extension de certaines prescriptions au cas par cas sont justifiés par la crise actuelle.

Les LMT et les mécanismes de *swing pricing* de pays européens sélectionnés (Luxembourg, Allemagne, Royaume-Uni), qui ont suscité ces dernières semaines un intérêt considérable de la part du secteur, sont brièvement examinés ci-après (points 1 à 3). Il est ensuite expliqué que la Suisse n'est en aucun cas à la traîne par rapport à ces évolutions (point 4).

¹ IOSCO *Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes (Recommandations de l'OICV pour la gestion des risques de liquidité pour les organismes de placement collectif)* (en anglais uniquement) de février 2018, règlement de l'UE 2017/1131 du 14 juin 2017 sur les fonds monétaires, orientations de l'AEMF sur les scénarios de simulation de crise dans le cadre du règlement du 19 juillet 2019 sur les fonds monétaires, orientations de l'AEMF du 2 septembre 2019 sur les simulations de crise sur les liquidités pour les OPCVM et les FIA, rapport de l'AEMF du 7 mars 2019 sur les statistiques annuelles des FIA de l'UE et rapport économique de l'AEMF du 5 septembre 2019 sur la simulation de crise pour les fonds d'investissement. Enfin, la directive OPCVM et la directive AIFM contiennent déjà des prescriptions relatives à la gestion des liquidités.

1. Luxembourg (*swing pricing*)

L'une des premières mesures ayant suscité l'intérêt du secteur a été un communiqué de la *Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF)* au Luxembourg. Elle a publié le 20 mars et le 7 avril 2020 des mises à jour de sa «*FAQ Swing Pricing Mechanism*»²

Contrairement à la première impression, aucune nouvelle mesure n'a été introduite par la CSSF avec ces mises à jour de la FAQ. Concrètement, le *swing pricing* était déjà réglementé par la mise en œuvre des recommandations de l'OICV³ dans une FAQ de juillet 2019⁴ et dans la circulaire CSSF 19/733⁵ de décembre 2019. Avec la mise à jour du mois de mars de cette année, les prescriptions existantes ont en revanche simplement été étendues pour permettre à l'autorité de surveillance, dans les circonstances exceptionnelles de la situation du COVID-19, d'augmenter temporairement le facteur d'ajustement au-delà des limites prévues dans le prospectus du fonds. Cela a également été autorisé si cette possibilité n'était pas explicitement prévue dans le prospectus du fonds. Si cette mesure doit être prise, elle doit toujours être justifiée et être dans l'intérêt des investisseurs ; toutefois, les documents des fonds doivent ensuite être adaptés le plus rapidement possible. Tant la CSSF que les investisseurs doivent être correctement informés de la mesure.

2. Allemagne (*swing pricing/redemption gates*)

Une autre annonce qui a attiré l'attention en mars a été l'introduction de divers LMT dans la législation allemande. D'une part, le *swing pricing* a été introduit pour calculer la valeur nette d'inventaire (VNI) des fonds en valeurs mobilières ouverts au public (OPCVM) et des fonds d'investissement mixtes. D'autre part, il est désormais possible de limiter temporairement le rachat de parts de fonds (*redemption gates* ou mécanismes de plafonnement des rachats) et d'introduire des préavis de rachat.⁶

Ce projet de loi n'est pas non plus dû à la crise actuelle. Au contraire, le législateur allemand a inscrit dans le droit allemand des mesures qui n'existaient pas auparavant en Allemagne par rapport à d'autres pays de l'UE⁷. L'introduction des nouvelles mesures a eu lieu conformément aux évolutions réglementaires internationales⁸, dans le cadre d'une procédure législative en bonne et due forme qui s'est conclue le 13 février 2020 par une décision du Bundestag allemand.⁹

3. Royaume-Uni (*suspension du négoce/swing pricing*)

Dans le cadre de la crise de la COVID-19, on a appris que, notamment au Royaume-Uni, certains fonds immobiliers avaient suspendu le négoce en raison de difficultés d'évaluation.¹⁰ Dans une publication datée du 17 mars 2020 (mise à jour le 3 avril 2020), la *Financial Conduct Authority (FCA)* a déclaré que l'objectif devait être de maintenir les marchés ouverts et d'en préserver le fonctionnement ordonné malgré la volatilité actuelle ; toutefois, les demandes de suspension du

² www.cssf.lu/fileadmin/files/Publications/Communiqués/Communiqués_2020/C_update_FAQ_swing_price_mechanism_200320.pdf

Mise à jour du 7 avril 2020 : https://www.cssf.lu/fileadmin/files/Metier OPC/FAQ/FAQ_Swing_Pricing_Mechanism_070420.pdf

³ Cf. Note de bas de page 1

⁴ http://www.cssf.lu/fileadmin/files/Metier OPC/FAQ/FAQ_Swing_Pricing_Mechanism.pdf

⁵ Circulaire CSSF 19/733 du 20 décembre 2019

(https://www.cssf.lu/fileadmin/files/Lois_reglements/Circulaires/Hors_blanchiment_terrorisme/cssf19_733eng.pdf)

⁶ Recommandation de décision et rapport de la Commission des finances :

<https://dip21.bundestag.de/dip21/btd/19/171/1917139.pdf>

⁷ Voir le tableau récapitulatif par pays dans le rapport de l'AMIC/EFAMA intitulé *Managing fund liquidity in Europe (updated version of 6 January 2020)*, Annex II

(<http://www.efama.org/Publications/Public/AMICEFAMA%20ReportManagingfundliquidityriskinEurope2020.pdf>)

⁸ Cf. Note de bas de page 1

⁹ Compte rendu de la session plénière du Bundestag allemand du 13 février 2020 :

<https://dip21.bundestag.de/dip21/btp/19/19146.pdf>

¹⁰ <https://www.investmentweek.co.uk/news/4012630/uk-open-property-fund-suspensions>; <https://www.ft.com/content/21d74d21-6e63-406f-83c5-e3bdf60ee210>

négoce continueraient d'être examinées.¹¹ Au Royaume-Uni, où le nombre de fonds de placement ouverts pour la clientèle retail est élevé, la suspension du négoce (*suspension of dealings*) est une mesure privilégiée dans certaines circonstances. De l'avis de la FCA, il s'agit d'un outil important pour assurer l'égalité de traitement des investisseurs de fonds ouverts en cas de manque de liquidités et réduire le risque d'asymétrie de liquidité. L'activation de cette mesure est obligatoire sous certaines conditions. Entre 2016 et la fin de 2019, il y a eu au Royaume-Uni quelques exemples de fonds ouverts (y compris de divers fonds immobiliers commerciaux et du *LF Woodford Equity Income Fund*) qui ont dû suspendre le négoce en réponse au niveau élevé des demandes de rachat. La plupart d'entre eux ont pu reprendre le négoce après la suspension (p. ex. après les suspensions à l'occasion du référendum sur le Brexit). Dans ce contexte, il faut donc relativiser les annonces actuelles sur les fermetures de fonds au Royaume-Uni ; elles ne signifient pas la fin d'un fonds, mais plutôt une interruption afin de poursuivre l'activité de manière réglementée à une date ultérieure.

Outre la suspension du négoce, le Royaume-Uni dispose d'une série d'autres mesures réglementées dans le manuel de la FCA. La FCA a publié plusieurs documents en 2019 : en mai 2019, une analyse du *swing pricing*¹², en septembre 2019, une déclaration de principe (*policy statement*) sur l'introduction de nouvelles règles pour certains fonds de placement ouverts investissant dans des placements illiquides (*non-UCITS retail schemes*)¹³ et en novembre 2019, un courrier sur la gestion efficace de la liquidité.¹⁴ Dans le même temps, la *Banque d'Angleterre* a annoncé, dans le cadre de ses rapports sur la stabilité financière de juillet et décembre 2019, qu'elle coopérerait avec la FCA en ce qui concerne le *swing pricing* et les préavis de rachat (*redemption notice*). Enfin, dans le contexte de la crise actuelle, la FCA s'est finalement exprimée le 19 mars 2020 dans le détail sur des questions telles que les asymétries de liquidité, le *swing pricing* ou les préavis de rachat.¹⁵

4. Suisse (*gating*/exceptions au droit de rachat en tout temps/suspension du rachat des parts/*swing pricing*)

Comme exposé en détail dans la circulaire 03/2020 de la SFAMA¹⁶, le droit suisse des placements collectifs de capitaux prévoit également diverses mesures. Cela inclut la possibilité de prévoir des exceptions au droit de rachat à tout moment, avec des dénonciations possibles qu'à des échéances déterminées (art. 109 OPCC), le *gating* (art. 109, al. 5 et 6 OPCC) et la possibilité de suspendre le rachat des parts (art. 110 OPCC¹⁷). Dans la pratique, il existe également des mécanismes d'ajustement des prix tels que le *single swing pricing* (SSP) ou le *dual pricing*. La question du SSP pour les fonds suisses sera expliquée en détail dans la circulaire 05/2020 de la SFAMA.

5. Conclusion

Concernant les mesures en temps de crise, il n'existe pas de solution unique pour tous les États. Chaque place financière doit s'assurer qu'elle dispose de l'éventail de mesures adéquat au vu de la taille et la structure de son marché (site de production et/ou de distribution) ainsi que de la structure des investisseurs (à dominante retail et/ou institutionnelle). Ces dernières années, l'UE a entrepris divers efforts pour améliorer la gestion de la liquidité des fonds dans les États

¹¹ <https://www.fca.org.uk/publications/newsletters/primary-market-bulletin-issue-no-27-coronavirus-update>

¹² FCA Occasional Paper 48 - Swing pricing and fragility in open-end mutual funds (<https://www.fca.org.uk/publication/occasional-papers/occasional-paper-48.pdf>)

¹³ FCA Policy Statement PS 19/24 - Illiquid assets and open-ended funds and feedback to Consultation Paper CP18/27 (<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps19-24.pdf>)

¹⁴ FCA Letter on Effective liquidity management – best practice for Authorised Fund Managers (<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps19-24.pdf>)

¹⁵ Speech by Edwin Schooling Latter, Director of Markets and Wholesale Policy, to Investment Association members (<https://www.fca.org.uk/news/speeches/open-ended-funds-investing-less-liquid-assets>)

¹⁶ Consultable sur : <https://www.sfama.ch/fr/publications/circulaires>

¹⁷ Voir également la directive SFAMA du 20 juin 2008 sur l'évaluation de la fortune de placements collectifs de capitaux et le traitement des erreurs d'évaluation de placements collectifs de capitaux ouverts, point 44 et ss.

membres. Le large éventail de mesures prises par les États membres de l'UE en est le résultat. En comparaison, la Suisse n'est pas en reste ; elle dispose déjà de mécanismes similaires. Toutefois, en raison des différences d'orientation des différents domiciles de fonds, il est compréhensible que, dans la crise actuelle, les mesures prises ou requises en Suisse n'aient pas été les mêmes que celles prises ou requises au Luxembourg ou au Royaume-Uni, par exemple. Il semble toutefois judicieux d'examiner la pertinence et l'efficacité des mécanismes existants à la sortie de la crise actuelle du COVID-19 et, le cas échéant, d'examiner les compléments à apporter à la palette de mesures existantes.

La SFAMA est en contact régulier avec la FINMA et d'autres autorités et s'engage à faire en sorte qu'en ces temps difficiles, de bonnes solutions puissent également être trouvées aux problèmes qui touchent le secteur des fonds et de la gestion de fortune.

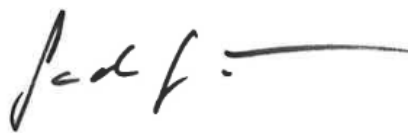
Nous nous tenons à votre disposition pour toute question complémentaire.

Avec nos meilleures salutations,

Swiss Funds & Asset Management Association SFAMA



Markus Fuchs
Directeur



Sandra Schneider
Senior Legal Counsel