

Présentation et recensement des outils de gestion de la liquidité des fonds français : Vision dynamique depuis 2017 et actualisation à mi-2021

Pierre-Emmanuel Darpeix*, Nicolas Même⁺,
Natacha Mosson*, Marko Novakovic⁺

Octobre 2021, WP #845

RÉSUMÉ

Cet article présente une mise à jour de l'analyse de la base de prospectus des fonds de droit français menée conjointement par l'Autorité des marchés financiers et la Banque de France (Darpeix, LeMoign, Même, Novakovic, 2020). Le premier apport de cette étude est d'apporter une dimension temporelle à l'étude du déploiement des outils de gestion de liquidité dans les fonds d'investissement depuis la mise en place des recommandations du Conseil de Stabilité Financière (2017) et de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (2018). Ces outils, introduits dans le cadre réglementaire français, sont une réponse aux enjeux de stabilité financière qui ont été identifiés concernant la liquidité dans les fonds d'investissement dans le monde.

Le second apport de cet article est de pouvoir étudier ce déploiement de manière granulaire, par catégorie et caractéristiques des fonds (fonds plus ou moins dédié à la gestion de produits en unité de compte, fonds d'épargne salariale, ETF, nature réglementaire -OPCVM ou FIA-) via des recoupements avec d'autres bases de données.

Il faut retenir de cet article que même si une progression du déploiement s'observe effectivement dans certaines catégories de fonds, il reste encore à ce jour une marge de progression importante pour que les outils de gestion de liquidité deviennent un standard de marché pour les fonds d'investissement français.

Mots-clés : fonds d'investissement, prospectus, outils de gestion de liquidité, recherche textuelle.

Classification JEL : G23

* Autorité des Marchés Financiers

⁺ Banque de France

Les Documents de travail reflètent les idées personnelles de leurs auteurs et n'expriment pas nécessairement la position de la Banque de France. Ils sont disponibles sur publications.banque-france.fr.

Ce document est simultanément publié dans la *Collection Risques et Tendances* de l'AMF.

SYNTHÈSE NON TECHNIQUE

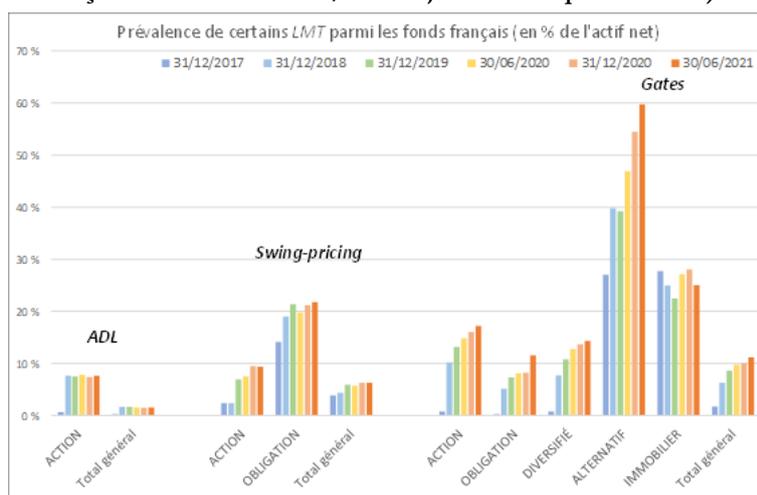
La Banque de France et l'AMF ont publié en juillet 2020 une étude conjointe sur les outils de gestion de la liquidité (Liquidity Management Tools, LMT) des fonds français¹. Il s'agissait tout d'abord de décrire aussi précisément que possible le cadre réglementaire applicable aux différents LMT et d'expliquer leur fonctionnement. Dans un second temps, l'étude présentait une méthode originale de lecture automatisée des prospectus des fonds visant à identifier, via une recherche textuelle, les fonds qui s'étaient dotés de ces LMT. Le programme avait été appliqué sur une base exhaustive des prospectus des fonds de droit français en vie au 31 décembre 2019. Une extraction des données de classification et d'actif net à partir des reportings réglementaires avait permis d'affiner l'analyse (i.e. fournir une analyse en volume et détaillée selon les grandes classes d'actifs en portefeuille). En juin 2021, une nouvelle étude croisait les résultats de l'identification des LMT avec des données du superviseur français du secteur de l'assurance pour documenter l'existence d'une potentielle moindre adoption des LMT dans les fonds servant essentiellement d'unités de comptes (UC) pour l'assurance vie².

L'apport de cette mise à jour est d'offrir une vision dynamique de l'adoption des LMT par les gérants de fonds : après un gros travail d'industrialisation du code informatique, permettant de réduire significativement les temps de calcul, le programme a été appliqué aux bases de prospectus historicisés correspondant aux dates du 31/12/2017, du 31/12/2018, du 31/12/2019 (cette date correspond à l'échéance de l'article de juillet 2020), ainsi que du 30/06/2020, du 31/12/2020 et du 30/06/2021. L'échéance à mi année pour 2020 vise à identifier un éventuel sursaut d'adoption après la crise financière de mars³. Les résultats obtenus ont été croisés avec une nouvelle extraction des reportings réglementaires à l'AMF (selon une méthode homogène entre les six échéances). Cette nouvelle étude complète la précédente de plusieurs manières. Tout d'abord, d'un point de vue dynamique, elle met en évidence le fait que, malgré la poursuite de l'adoption des LMT par les gérants, des efforts substantiels restent nécessaires. Elle permet en outre d'affiner les constats initiaux, en comparant le degré d'adoption des différents LMT selon certaines caractéristiques des fonds (ETF, fonds d'épargne salariale, fonds servant de support aux unités de compte, nature juridique).

On met ainsi en évidence les résultats suivants :

1. Les anti-dilution levies (ADL, en français les droits d'entrée/sortie ajustables acquis au fonds) sont surtout utilisés dans les fonds actions et « autres »,

alors que le swing-pricing (ajustement de la valeur liquidative pour refléter le coût de la liquidité) se retrouve principalement dans les fonds obligataires (et dans une moindre mesure dans les fonds actions et diversifiés). Les gates (plafonnements des rachats) sont quant à elles surtout prévues dans les fonds alternatifs (31 % des classes de parts et 60 % de l'actif net à fin juin 2021) et immobiliers (31 % des classes de parts et 25 %



¹ Darpeix, Le Moign, Mème, Novakovic (2020). [Présentation et recensement des outils de gestion de la liquidité des fonds français. Risque et tendances](#) de l'AMF, 17 juillet 2020, 34p.

² Darpeix, Mosson (2021). [Identification des fonds distribués via l'assurance vie ou supports de placement des assureurs : nouvelles données mobilisées et première analyse en termes d'outils de gestion de liquidité](#) Risque et tendances de l'AMF, 10 juin 2021, 11p.

³ Rappelons que fin mars 2020, l'AMF avait ponctuellement assoupli les règles de mise en place des droits d'entrée/sortie ajustables acquis aux fonds (*anti-dilution levies*, ou ADL).

de l'actif net à fin juin 2021). Elles concernent toutefois autour de 10 % des classes de parts de fonds actions, obligations et diversifiés.

2. Les fonds actions, obligations et diversifiés avec la plus forte détention par les assureurs au titre des UC sont généralement caractérisés par une moindre adoption des ADL, du swing-pricing et des gates que les fonds chez qui les UC sont moins prédominantes.
3. Les fonds d'épargne salariale bénéficient d'un passif moins liquide, dans la mesure où ces produits sont commercialisés via des plans d'épargne entreprise (PEE) ou des plans d'épargne retraite en entreprise (PERCO), bloqué théoriquement respectivement pour cinq ans (sauf cas de déblocage anticipé) et jusqu'au départ en retraite⁴. L'adoption des différents LMT (y compris la suspension totale) y est très nettement inférieure.
4. Inversement, les ETF actions sont beaucoup mieux dotés d'ADL et de gates que les autres fonds actions, mais prévoient moins souvent le remboursement en nature. Ils n'utilisent pas le swing-pricing.
5. Enfin, l'adoption des différents LMT diffère en fonction de la nature des fonds. Les OPCVM (et plus encore les OPCVM en VaR) sont en effet généralement mieux équipés de swing-pricing et de gates que les FIA.

À court-terme, le reporting national BIO sera enrichi afin de collecter directement auprès des gérants l'information relative à l'introduction des outils de gestion de la liquidité dans la documentation réglementaire de leurs fonds, ce qui permettra de ne plus avoir recours à l'analyse textuelle. Le nouveau reporting permettra en outre de suivre précisément l'activation et la désactivation effectives des différents LMT. Par essence, la lecture automatisée à partir de prospectus non standardisés donne valeur d'estimation aux résultats de cette étude. L'application d'une même méthode à différentes dates permet toutefois de bien considérer l'évolution du déploiement à travers le temps.

Overview and inventory of french funds' liquidity management tools: Dynamic view since 2017 and update as at mid-2021

ABSTRACT

This article presents an update of the analysis of French-domiciled funds' prospectuses carried out jointly by the Autorité des marchés financiers and the Banque de France (Darpeix, LeMoign, Mème, Novakovic, 2020). **The first contribution** of this new study is to bring a time dimension to the study of the deployment of liquidity management tools in investment funds since the implementation of the recommendations of the Financial Stability Board (2017) and of the International Organization of Securities Commissions (2018). These tools, introduced into the French regulatory framework, are a response to the financial stability issues that have been identified concerning liquidity in investment funds around the world. **The second contribution of this article** is to allow for a granular assessment of LMTs' uptake, by fund type and according to various fund characteristics (funds serving as units for unit-linked insurance products, employee savings funds, ETFs, regulatory nature - UCITS or AIFs-) via merges with other databases. **The main result** from this article is that even if a progression of the deployment is indeed observed in certain categories of funds, there is still to this day a significant margin of improvement for the liquidity management tools to become a market standard for French investment funds.

Keywords: Investment fund, prospectus, Liquidity Management Tools, text-mining.

Working Papers reflect the opinions of the authors and do not necessarily express the views of the Banque de France. This document is available on publications.banque-france.fr/en

This document is simultaneously published in the *Risk And Trend Mapping* series of the AMF.

⁴ Pour une synthèse des dispositifs d'épargne salariale en France, voir par exemple l'Annexe 1 de l'étude Darpeix, Mosson (2019). [Frais et performance des fonds d'épargne salariale](#), *Risques et Tendances de l'AMF*, dec. 2019.

Sommaire

1.	Présentation des données mobilisées.....	5
1.1.	Bases de prospectus.....	5
1.2.	Amélioration de l'infrastructure du code.....	5
1.3.	<i>Reporting</i> réglementaire (base BIO)	6
2.	Présentation des résultats	9
2.1.	Suspension des rachats	9
2.2.	<i>Anti dilution levies</i>	10
2.3.	<i>Swing-pricing</i>	11
2.4.	<i>Gates</i>	12
2.5.	Cantonnement / <i>Side-pockets</i>	14
2.6.	Rachats en nature	15
3.	Cas des fonds commercialisés essentiellement comme unités de compte (UC).....	16
4.	Cas des fonds d'épargne salariale	22
5.	Focus sur les ETF.....	27
6.	Analyse par nature (OPCVM vs. AIF)	29

1. Présentation des données mobilisées

1.1. Bases de prospectus

Les sociétés de gestion doivent tenir à jour les prospectus de leurs fonds (en actualisant notamment les niveaux de frais et les *LMT* activables). Chaque mise à jour doit être transmise à l'AMF, qui dispose donc d'une base exhaustive et historicisée des prospectus des fonds domiciliés en France (et soumis à sa supervision), généralement au format PDF. Pour toute date, les services de l'AMF peuvent ainsi procéder à une extraction de la dernière version actualisée de chaque prospectus.

En plus de l'échéance du 31/12/2019 qui avait servi de base de travail pour construire l'outil de lecture automatisée des prospectus⁵, les prospectus en vigueur ont été récupérés à fin d'année pour 2017, 2018, et 2020. Une extraction supplémentaire à fin juin 2020 a été réalisée afin de pouvoir observer un éventuel sursaut d'adoption des outils de gestion de la liquidité dans l'immédiat après-crise. Les fortes tensions du mois de mars auraient en effet pu servir de catalyseur à l'introduction des *LMT*, en faisant prendre conscience aux gérants comme aux investisseurs de l'utilité de ces outils en termes de gestion de la liquidité. Plus spécifiquement, il est intéressant de savoir si l'assouplissement temporaire des modalités d'adoption des droits d'entrée et sortie ajustables acquis aux fonds (*anti-dilution levies*, ou *ADL*) décidé par le Collège de l'AMF lors de sa séance du 31/03/2020 avait augmenté l'introduction du dispositif dans les prospectus. Enfin, une extraction à fin juin 2021 permet d'actualiser les chiffres au plus près de la date de publication de l'étude.

L'étude se fonde sur six extractions de prospectus, représentant chacune autour de 8 Go. Le programme de détection automatisée des *LMT* dans les prospectus a été appliqué pour chacun de ces six dossiers de prospectus. Le Tableau 1 ci-dessous détaille pour chaque échéance, la volumétrie des données traitées par le programme de lecture automatisée des prospectus.

Tableau 1: Volumétrie des prospectus analysés

	fin 2017	fin 2018	fin 2019	mi 2020	fin 2020	mi 2021
nombre de documents PDF dans la base initiale	10 135	10 032	9 902	9 828	9 837	10 005
Taille de la base (Go)	7.0	8.1	8.3	8.5	9.1	9.4
Nombre de pages totales	295 116	328 836	320 746	345 783	355 829	374 944
fichiers de sortie du programme	10 103	9 998	9 861	9 810	9 820	9 954
fichiers non exécutés par le programme	32	34	41	18	17	51
Documents lisibles	9 570	9 404	9 221	9 176	9 158	9 289
pdf non lisibles (scan ou image)	533	594	640	634	662	665
ISIN de parts de fonds tirés des documents lisibles	15 654	16 023	16 462	16 552	16 933	17 065

Source : Analyse des prospectus, AMF-Banque de France

1.2. Amélioration de l'infrastructure du code

L'algorithme détaillé dans le premier recensement des outils de gestion de la liquidité est resté le même pour cette étude. La base et les paramètres d'entrée (chaînes de caractères et synonymes recherchés) de l'algorithme n'ont également pas évolué. Cette étude a principalement pour vocation d'apporter une vue historique aux résultats de cette première étude, qui étaient à fin 2019. Les résultats obtenus par cet algorithme restent une estimation et ne sauraient être considérés comme définitifs bien qu'ils soient informatifs de la tendance sous-jacente.

⁵ Voir Darpeix, Le Moign, Mème, Novakovic (2020). [Présentation et recensement des outils de gestion de la liquidité des fonds français](#). *Risque et tendances* de l'AMF, 17 juillet 2020, 34p.

Cf. aussi Darpeix, Mosson (2021). [Identification des fonds distribués via l'assurance vie ou supports de placement des assureurs : nouvelles données mobilisées et première analyse en termes d'outils de gestion de liquidité](#) *Risque et tendances* de l'AMF, 10 juin 2021, 11p.

Le caractère estimatif provient en effet de la nature même du programme, qui offre une lecture automatisée à partir des prospectus non standardisés. Comme le montre le Tableau 1, à chaque base de données correspond environ 300 000 pages à étudier, ce qui nécessiterait plus de 1 000 journées dédiées à cette lecture si elle devait être réalisée par un œil humain (en lisant une page toutes les deux minutes). Une amélioration du programme, avec de nouvelles technologies de lecture automatisée, pourrait être réalisée dans le futur et viendrait améliorer la précision de ces résultats afin de se rapprocher le plus possible d'une lecture réalisée par l'œil humain.

La vue historique détaillée dans cette analyse a été permise grâce à une évolution de l'infrastructure de l'outil, qui a augmenté la rapidité du processus de lecture des documents. Cela a été rendu possible grâce à une exécution « en parallèle » de la lecture automatisée des documents, qui a été nécessaire compte tenu du volume important des bases et a divisé le temps d'exécution de l'algorithme par 6 environ par rapport à la première étude parue en juillet 2020.

1.3. Reporting réglementaire (base BIO)

Les fonds domiciliés en France sont soumis à une obligation de reporting à l'AMF. Les gérants déclarent l'actif net, le nombre de parts en circulation ainsi que la valeur liquidative (VL) de chacune des classes de parts qu'ils gèrent à chaque date d'établissement de la valeur liquidative (i.e. en fonction de leur fréquence de valorisation : a minima une fois par an, mais le plus souvent quotidiennement). Les gérants renseignent par ailleurs de nombreuses informations de nature administrative relatives au fonds auquel appartient la classe de part ou encore à la société qui gère le fonds. Les données d'actif net peuvent ainsi être agrégées par type de fonds (i.e. nature des actifs sous-jacents), par société de gestion, etc... Il convient de souligner que cette base de donnée a été conçue pour une supervision individuelle des fonds, et que les agrégations impliquent des ajustements substantiels. Outre les erreurs de reporting (qui sont corrigées au fur et à mesure qu'elles sont détectées), on observe aussi des oublis de déclarations de certains changements structurels (comme des changements de classification ou des fermetures de fonds).

Pour chacune des classes de parts présentes dans la base BIO et pour chacune des six échéances retenues, la dernière donnée d'actif net renseignée par le gérant a été extraite. Plusieurs restrictions ont été appliquées par la suite :

- Élimination des déclarations qui remontaient à plus d'une année, ainsi que les classes de parts et fonds soldés avant l'échéance considérée ;
- Élimination des parts ouvertes mais déclarant un actif net nul ; enfin
- Pour les fonds à fréquence de VL quotidienne, suppression des observations correspondant à une VL de plus de trois mois.

Les mêmes filtres ont été appliqués pour chacune des échéances afin de fournir une base de travail homogène.

Tableau 2: Évolution du nombre de classes de parts et de l'actif net des fonds français
Répartition par grande catégorie de fonds

	31/12/2017		31/12/2018		31/12/2019		30/06/2020		31/12/2020		30/06/2021	
	Mds €	# classes										
ACTION	361,27	3 581	292,32	3 635	323,74	3 472	286,40	3 445	324,93	3 462	360,79	3 514
OBLIGATION	286,95	2 160	269,03	2 239	280,69	2 218	256,28	2 159	265,69	2 223	260,90	2 221
DIVERSIFIÉ	373,60	4 949	332,99	4 985	386,54	5 387	387,41	5 541	418,45	5 717	448,53	5 881
MONÉTAIRE	366,07	647	352,67	544	339,48	486	348,12	474	412,95	471	381,23	458
RISQUE	64,21	2 645	65,25	2 701	71,26	2 899	68,81	2 769	74,54	2 799	95,23	2 781
ALTERNATIF	6,57	139	4,99	114	5,31	96	5,51	91	6,13	92	6,46	94
SALARIÉ	44,00	584	39,66	578	47,47	580	39,79	578	43,15	565	49,76	566
IMMOBILIER	67,88	447	80,04	497	89,84	531	91,58	515	93,22	514	117,32	535
AUTRE	59,41	590	82,82	917	89,72	950	82,76	1 006	104,20	1 138	134,12	1 171
Total général	1 629,96	15 742	1 519,77	16 210	1 634,06	16 619	1 566,67	16 578	1 743,26	16 981	1 854,34	17 221

Source : AMF, Base BIO

NB : « Salarié » n'inclut que les fonds d'épargne salariale investis en titres de l'entreprise. Les autres fonds communs de placement en entreprise (FCPE) sont répartis dans les autres catégories selon leur stratégie d'investissement.

On remarque que les chiffres présentés ici diffèrent quelque peu de ceux qui ont été publiés dans les deux études précédentes :

- Pour l'échéance du 31/12/2019, Darpeix et al (2020) indiquait un actif net cumulé de 1 618 milliards d'euros et 16 175 classes de parts distinctes ;
- Pour l'échéance du 30/06/2020, Darpeix et Mosson (2021) donnait un actif net cumulé de 1 617 milliards d'euros.

Outre le fait que certaines valeurs erronées du reporting ont été ultérieurement corrigées, ces écarts s'expliquent par des améliorations dans le processus de requête de la base : la superposition de fréquences de reporting différentes et des oublis récurrents de déclaration de fonds clôturés ainsi que la présence de nombreuses parts de fonds dont l'actif net est systématiquement nul rendent difficile l'identification précise des classes de parts effectivement actives. Les filtres appliqués lors des précédentes extractions n'étaient pas exactement les mêmes : en particulier, dans le cadre de l'étude Darpeix et Mosson (2021), des filtres plus larges avaient été retenus (e.g. conserver des fonds clôturés depuis peu) pour permettre de réconcilier les données de portefeuille des assureurs avec le référentiel AMF.

Dans le cadre de la présente étude, les mêmes filtres sont appliqués à toutes les échéances pour avoir une vision dynamique homogène. Pour rappel, les dernières valeurs d'actif net disponibles ont été extraites pour chaque classe de part présente dans le référentiel BIO et ce, pour chaque échéance considérée. Plusieurs suppressions ont ensuite été réalisées :

- Les valeurs datant de plus de 365 jours calendaires ont été supprimées (90 jours pour les fonds à VL quotidienne) ;
- Les valeurs correspondant à des fonds / classes de parts déclarés clôturés avant la date de l'échéance ; et
- Les parts correspondant à un actif net déclaré nul.

Ce filtre n'est pas parfait (par exemple, certains fonds fermés deux mois plus tôt et ayant omis de renseigner la date de clôture ne seraient pas éliminés), mais il présente l'avantage d'être simple à présenter et d'être appliqué de la même manière à toutes les échéances.

Par ailleurs, il est à noter que la proportion de fonds actions et de fonds obligataires a significativement diminué, alors que celle des fonds diversifiés s'est accrue, comparativement aux études précédentes. L'affectation de certaines anciennes sous-catégories de fonds⁶ a été modifiée : en particulier, les « fonds diversifiés à dominante obligataire » et les « fonds diversifiés à dominante actions », précédemment regroupés avec les classifications de leur « dominance » ont été ici réaffectés à la grande catégorie des « fonds diversifiés ».

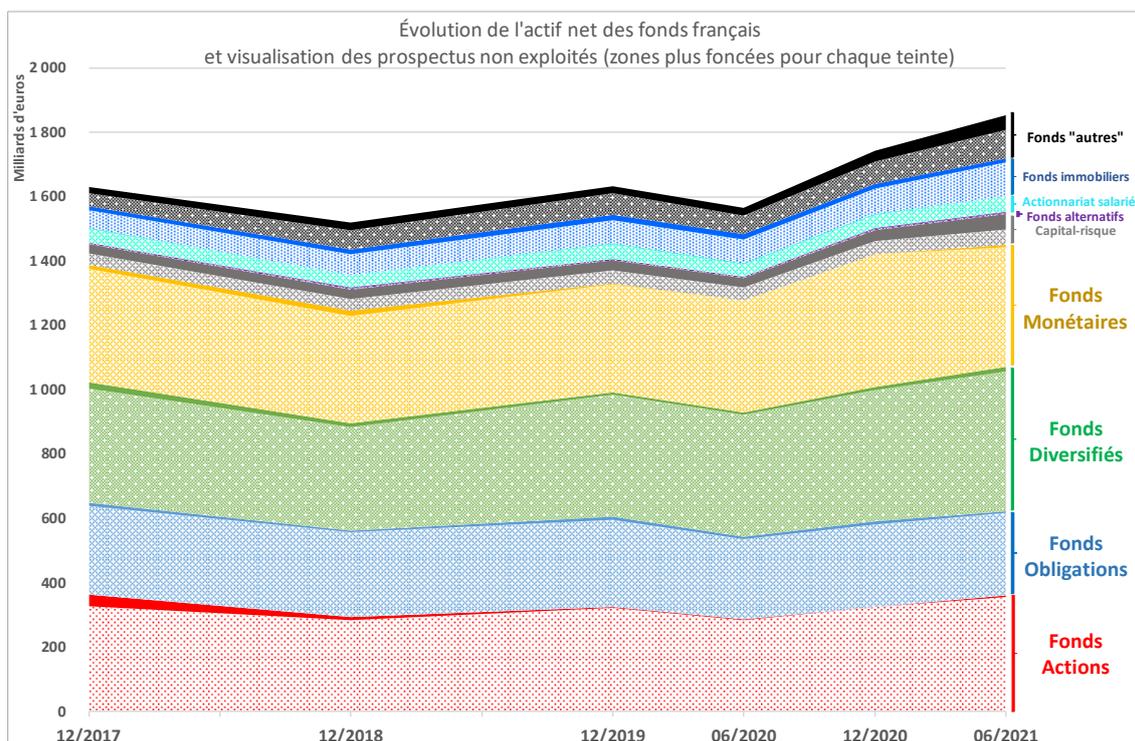
Les chiffres relatifs aux fonds monétaires (*money market funds* ou *MMF*) ne sont pas exactement identiques à ceux qui sont présentés dans l'étude qui a été consacrée à la déformation de leurs portefeuilles⁷. L'actif net cumulé atteignait 334 milliards d'euros pour les *MMF* au 31/12/2019, contre 339 milliards d'euros à la même date dans le Tableau 2. Cela tient au fait que le Règlement *MMFR*, entré en vigueur en 2019 a introduit de nouvelles classifications pour les fonds monétaires (*VNAV* standard et *VNAV* court terme), qui ont remplacé les anciennes, utilisées jusqu'alors. Quelques rares fonds revendiquent encore leur ancienne classification même si elle n'est plus valide (ils ne sont pas des *MMF* au sens du Règlement *MMFR*). Cette étude les a cependant inclus dans la grande catégorie « monétaire » par cohérence historique (ces classifications étaient considérées comme monétaires avant *MMFR*).

⁶ On rappelle en effet que depuis 2017 et l'[initiative FROG](#), la majorité des classifications AMF officielles sont devenues optionnelles (seules les classifications « fonds monétaires » et « fonds investis en titres de l'entreprise » restent obligatoires).

⁷ Darpeix et Mosson (2021). [Analyse détaillée des portefeuilles des fonds monétaires de droit français lors de la crise de la covid-19 de début 2020](#). Risques et tendances de l'AMF, 18 mai 2021, 41p.

La Figure 1 permet de visualiser l'évolution de l'actif net des différentes grandes catégories de fonds domiciliés en France. Chaque grande classe d'actifs est représentée par une couleur différente. Les aires plus claires matérialisent l'actif net des fonds dont les prospectus ont pu être lus par le programme, alors que les aires foncées correspondent aux prospectus qui n'ont pas pu être exploités. La baisse de l'actif net entre fin 2017 et fin 2018 est imputable à la correction boursière du dernier trimestre 2018⁸, alors que l'inflexion observée pour l'échéance du 30/06/2020 témoigne des conséquences de la pandémie de coronavirus⁹.

Figure 1 : Évolution de l'actif net des fonds français et visualisation des prospectus non exploités



Source : AMF, Base BIO

La part des fonds pour lesquels il n'a pas été possible de retrouver de l'information sur les outils de gestion de la liquidité est très faible pour les quatre principales catégories de fonds (Action, Obligation, Diversifié, Monétaire), ainsi que pour les fonds investis en titres de l'entreprise (Salarié). En revanche, le pourcentage est sensiblement plus élevé pour les fonds immobiliers, de capital-risque, ainsi que pour le reliquat des fonds autres. Cela tient à deux facteurs principaux : d'une part, la fréquence de valorisation de ces fonds est généralement sensiblement plus faible, et le filtre appliqué pour sélectionner les valeurs d'actif net peut donc capter des fonds inactifs dans les faits ; d'autre part, les prospectus sont beaucoup moins standardisés. On rappelle à nouveau que les résultats obtenus à partir de l'outil de lecture automatisée des prospectus ont une valeur d'estimation. De futures versions du programme pourraient permettre d'améliorer la précision de cette estimation. La mise en place prochaine d'un nouveau système de *reporting* au régulateur (et l'extension des informations demandées, en particulier concernant les *LMT*) devrait éviter d'avoir à recourir à ces estimations à l'avenir.

Dans toute la suite de l'analyse, la présence d'outils de gestion de la liquidité sera mesurée relativement aux chiffres présentés dans le Tableau 2.

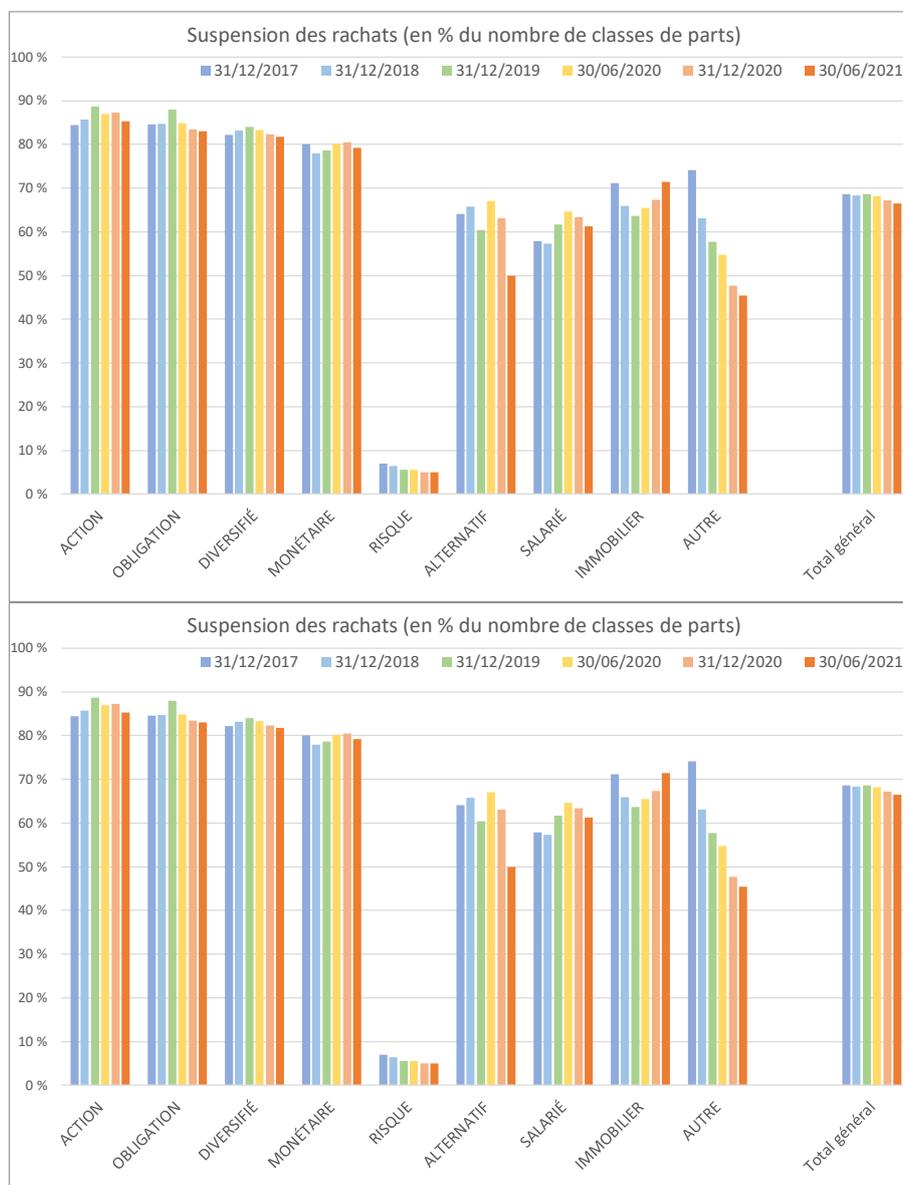
⁸ Voir AMF (2019). [Cartographie 2019 des marchés et des risques](#). *Risques et Tendances de l'AMF*, 2 juillet 2019, 107p.

⁹ Voir AMF (2021). [Cartographie 2021 des marchés et des risques](#). *Risques et Tendances de l'AMF*, 5 juillet 2021, 111p.

2. Présentation des résultats

2.1. Suspension des rachats

Figure 2 : Mention de la faculté de suspension des rachats
(en nombre de classes de parts et en pourcentage de l'actif net)



Source : Analyse des prospectus, AMF-Banque de France

La faculté de suspendre les rachats en période de stress (« quand des circonstances exceptionnelles l'exigent et si l'intérêt des actionnaires/porteurs de parts ou du public le commande », cf. Code monétaire et financier) doit être indiquée dans les règlements ou statuts du fonds pour pouvoir être activée (et pas nécessairement dans les prospectus).¹⁰

¹⁰ NB : La possibilité de suspendre les rachats dans les conditions prévues par la réglementation fait partie des mentions type des règlements ou statuts du fonds (sous la forme d'un délai de règlement pouvant aller jusqu'à 30 jours). Cf. Règlements-types : Annexes XV des Instructions [AMF-2011-19](#) (OPCVM) et [AMF-2011-20](#) (FIVG) : « Toutefois, si, en cas de circonstances exceptionnelles, le remboursement nécessite la réalisation préalable d'actifs compris dans le fonds, ce délai [le délai de règlement des rachats par le teneur de compte] peut être prolongé, sans pouvoir excéder 30 jours ». On considère donc généralement qu'il s'agit d'un équipement standard.

Toutefois, comme cela avait été noté dans l'étude précédente, la Suspension des rachats Figure 2 montre que la mention des suspensions est très largement reprise dans les prospectus des fonds français (67 % des classes de parts et 77 % de l'actif net pour l'échéance de mi-2021), et en particulier dans les quatre principales catégories de fonds (action, obligation, diversifié, monétaire, avec des taux de pénétration de 79 % à 85 % en nombre de classes de parts et de 85 à 88 % en volume à mi-2021).

Les fonds de capital-risque se démarquent très nettement des autres catégories de fonds : seules 5 % des classes de parts et 4 % de l'actif net faisaient état de la possibilité de suspendre les rachats en circonstances exceptionnelles à fin juin 2021.

Dans l'ensemble, on ne note pas d'évolution marquée pour ce qui est de l'introduction de la suspension dans les prospectus des fonds, si ce n'est une décroissance en nombre et en volume pour les fonds « autres » et une légère croissance (en nombre seulement) pour les fonds investis en titres de l'entreprise.

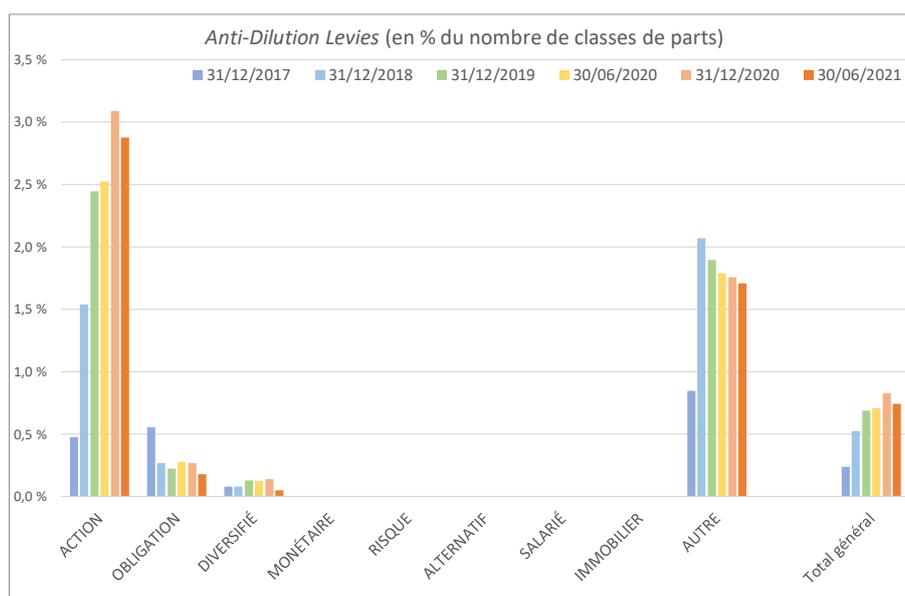
2.2. Anti dilution levies

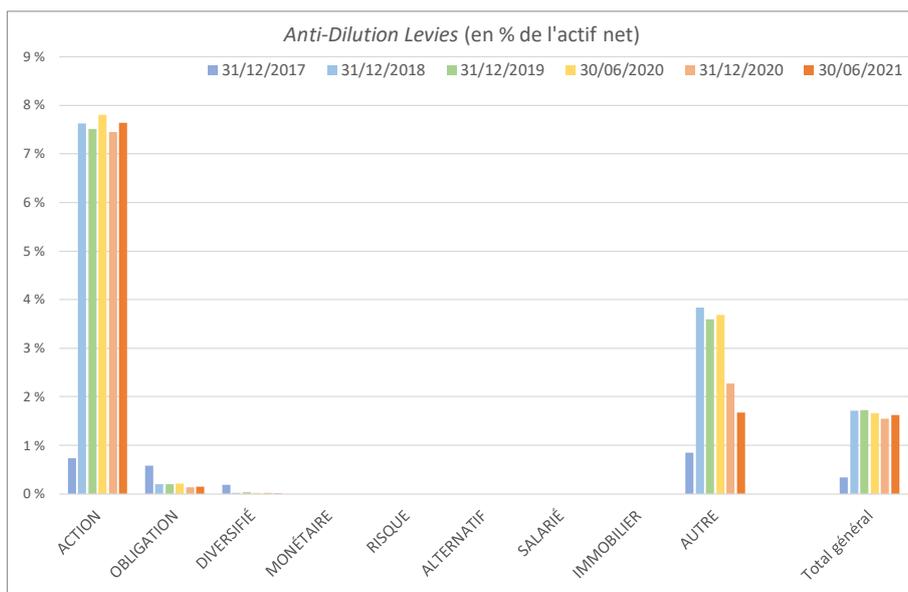
Les anti-dilution levies (ADL), ou droits d'entrée et sortie ajustables acquis au fonds consistent à faire supporter aux investisseurs sortant (resp. entrant) le coût de la liquidité induit par la cession (resp. l'achat) des titres à l'actif du fonds.

Ils visent à éviter une cession en waterfall (i.e. le gérant vend en priorité les titres liquides qui trouvent plus facilement preneur et bénéficient d'une fourchette bid/ask plus étroite), qui déformerait substantiellement le profil du portefeuille au détriment des investisseurs restant. Pour pouvoir être utilisés, les ADL doivent être signalés dans le prospectus du fonds.

La Figure 3 montre qu'à fin 2020, seuls 0,7 % des classes de parts de fonds avaient introduit des ADL (1,6 % en volume). Cet outil est particulièrement présent dans les fonds actions : 3 % des classes de parts de fonds action indiquent des ADL (7,6 % en volume). Les ADL concernent 1,7 % des classes de parts de fonds « autres » (1,7 % en volume).

Figure 3 : Mention des ADL
(en nombre de classes de parts et en pourcentage de l'actif net)





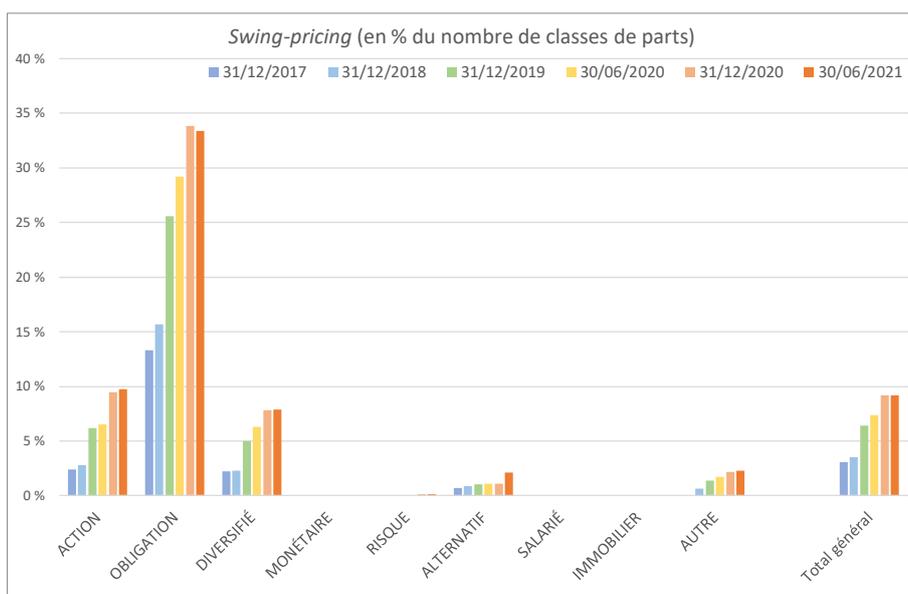
Source : Analyse des prospectus, AMF-Banque de France

Au cours de la crise liée à la pandémie, lors de sa séance du 31 mars 2020, le Collège de l'AMF a décidé d'assouplir temporairement les modalités régissant l'introduction ou l'augmentation des ADL (en supprimant l'obligation d'information particulière des porteurs assortie de la possibilité de sortie sans frais). Cet assouplissement était effectif jusqu'à un mois après la fin de l'état d'urgence sanitaire – soit jusqu'au 10 août 2020¹¹.

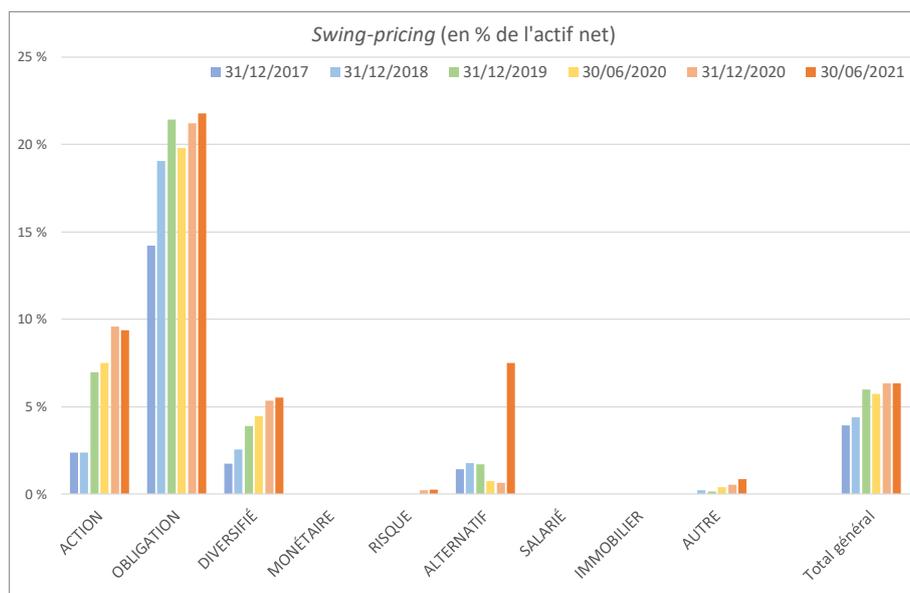
L'analyse de l'échéance de juin 2020 ne permet pas de visualiser une augmentation franche du taux de présence des ADL au cours du premier semestre 2020. La hausse enregistrée sur la totalité de l'année 2020 est par ailleurs inférieure à celle qui avait été observée en 2018 et en 2019.

2.3. Swing-pricing

Figure 4 : Mention d'un mécanisme de swing-pricing (en nombre de classes de parts et en pourcentage de l'actif net)



¹¹ L'état d'urgence sanitaire a été introduit par la [loi n° 2020-290 du 23 mars 2020 d'urgence pour faire face à l'épidémie de covid-19](#) (pour une durée de deux mois) et prorogé jusqu'au 10 juillet par la [loi n° 2020-546 du 11 mai 2020](#). Voir AMF (2020). [Continuité des activités de gestion en période de coronavirus – l'AMF accompagne les acteurs](#) (version mise à jour le 14 mai 2020).



Source : Analyse des prospectus, AMF-Banque de France

Le *swing-pricing* est conceptuellement très proche des *ADL*. Dans les deux cas, il s'agit d'estimer le coût de la liquidité et de l'affecter aux investisseurs qui entrent ou sortent du fonds. En revanche, ils diffèrent en ce que les *ADL* prennent la forme de frais appliqués sur les mouvements, alors que le *swing-pricing* consiste en un ajustement de la valeur liquidative du fonds (et donc du prix auquel sont réalisés les mouvements). Comme pour les *ADL*, le *swing-pricing* ne peut être appliqué que s'il fait l'objet d'une mention explicite dans le prospectus (même si les détails de son paramétrage doivent rester secrets pour éviter des comportements opportunistes de certains investisseurs).

À fin juin 2021, le *swing-pricing* concernait 9 % des classes de parts de fonds français et 6 % de l'actif net (cf. Figure 4). On le retrouve surtout dans les fonds obligataires (33 % des classes de parts obligataires et 22 % de l'actif net), un peu moins fréquemment dans les fonds action (10 % des classes de parts ; 9 % de l'actif net) et diversifiés (8 % des classes de parts ; 6 % de l'actif net).

On ne peut que constater un net accroissement de l'introduction du *swing-pricing* dans les fonds français. Depuis l'étude portant sur l'échéance de décembre 2019, la prévalence en nombre de classes de parts a crû, de 3 points de pourcentage pour les fonds actions et diversifiés, et de 8 points pour les fonds obligataires. En volume, l'évolution est surtout marquée pour les fonds action et diversifiés.

Enfin, la différence de magnitude des pourcentages en nombre et en volume pour les fonds obligataires indique que les fonds dotés du *swing-pricing* sont sensiblement plus petits que la moyenne.

2.4. Gates

La Figure 5 montre que l'outil de lecture automatisée des prospectus a détecté de potentiels mécanismes de plafonnement des rachats (*gates*) dans 9 % des classes de parts globalement à fin juin 2021 (+3 point de pourcentage par rapport à fin 2019). Les *gates* concerneraient ainsi 11 % de l'actif net des fonds français (+2,5 points par rapport à fin 2019).

Des analyses réglementaires menées dans le prolongement de la publication de l'étude Darpeix et al (2020) ont conduit les auteurs à interpréter prudemment les résultats du programme de détection dans le cas des *gates* : le Règlement Général de l'AMF¹² précise en effet que pour activer une *gate*, la

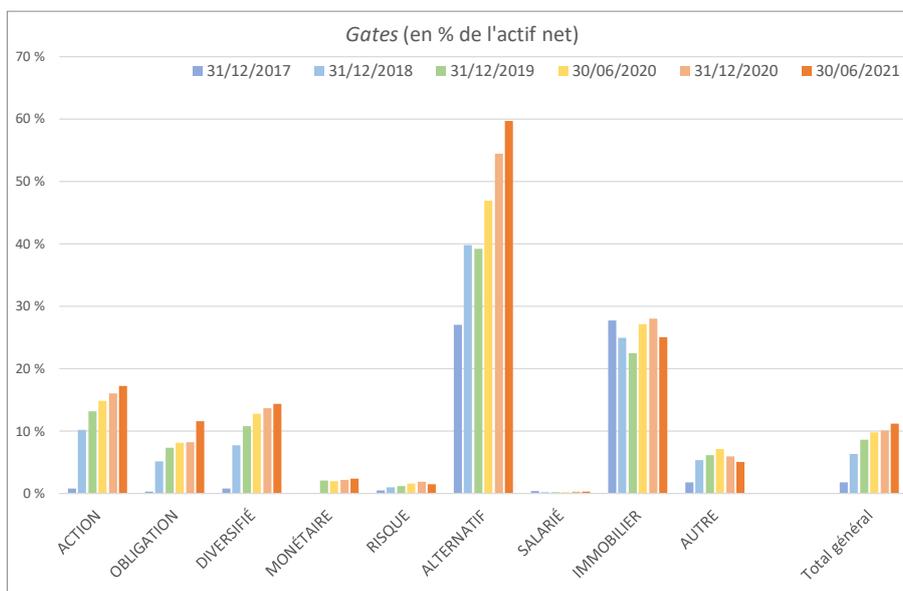
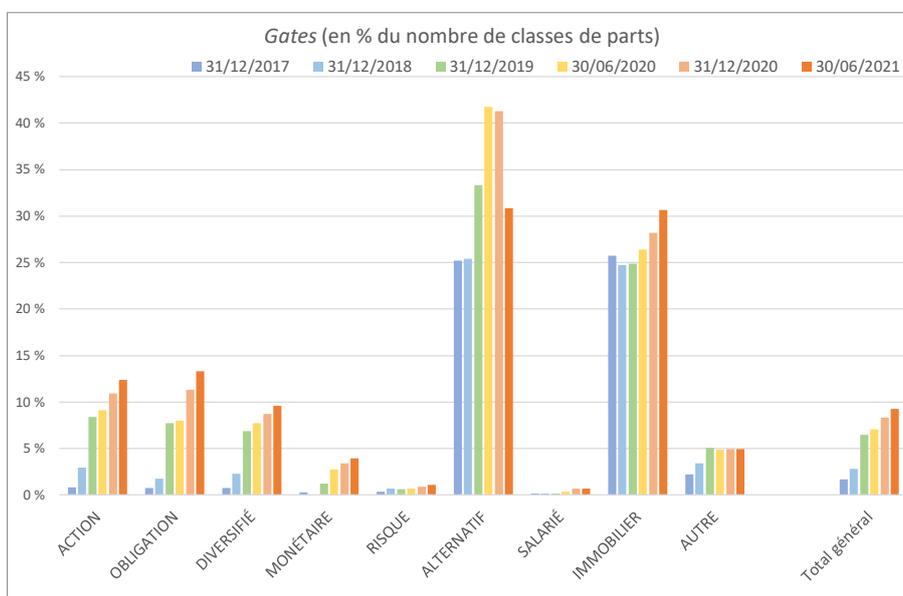
¹² Voir en particulier [Art. 411-20-1](#) pour le cas particulier des OPCVM, et l'article [425-25](#) pour les fonds d'investissement à vocation générale.

simple mention du mécanisme dans le prospectus est nécessaire mais pas suffisante : il faut aussi *a minima* décrire le seuil d'activation, les modalités de traitement des ordres non exécutés ainsi que le nombre maximal de valeurs liquidatives de report dans les statuts ou le règlement du fonds. En conséquence, il faut comprendre les chiffres de la Figure 5 comme un majorant de la présence effective des *gates*.

Tout en gardant cette limitation en tête, on constate toutefois que les mécanismes de *gates* sont particulièrement signalés dans les prospectus des fonds alternatifs (31 % des classes de parts et 60 % de l'actif net à fin 2020) et des fonds immobiliers (31 % des classes de parts et 25 % de l'actif net). De potentielles *gates* étaient mentionnées dans plus de 10 % des classes de parts de fonds action et obligation ainsi que dans 10 % des classes de parts de fonds diversifiés.

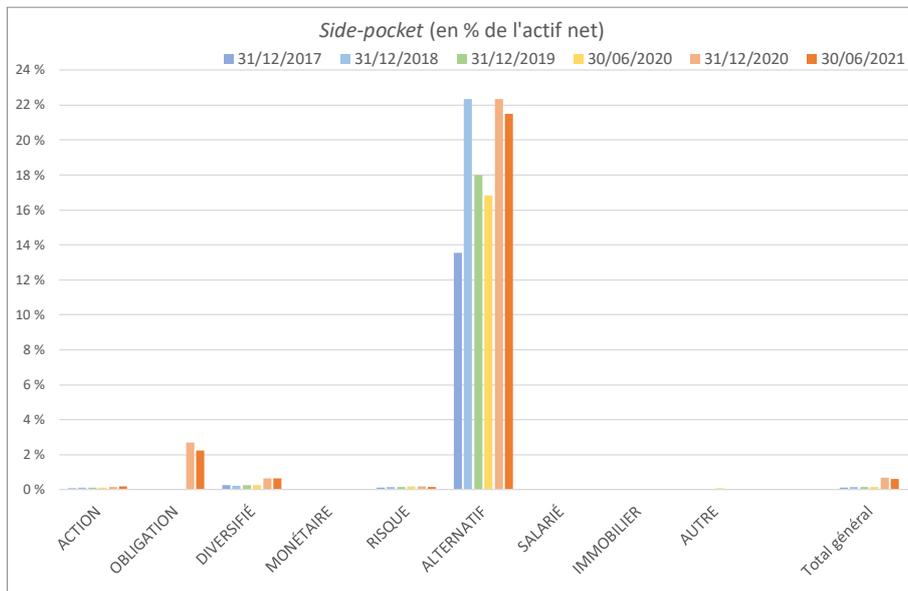
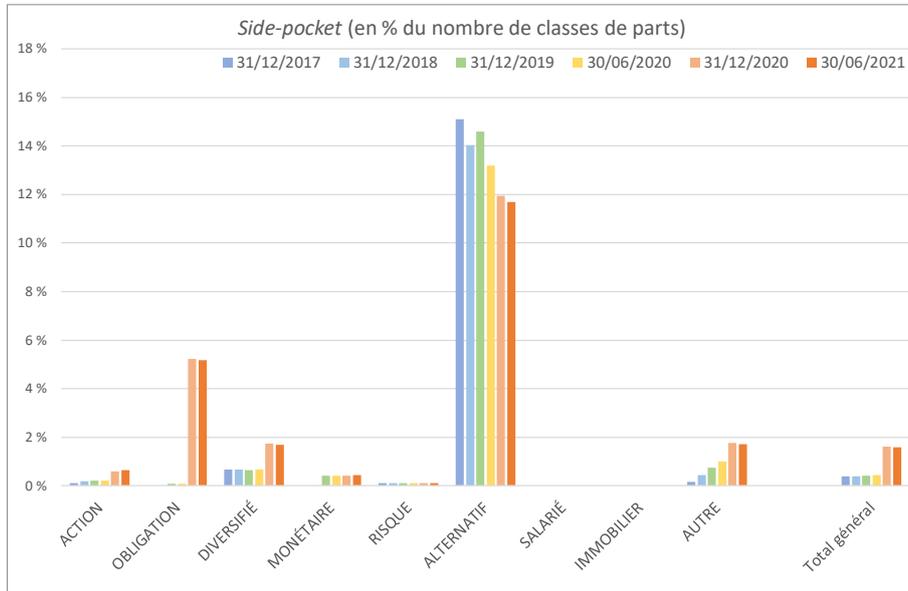
Historiquement, on note une nette augmentation des mentions de *gates* dans les prospectus au cours de l'année 2019, et une tendance croissante continue sur la plupart des catégories de fonds.

Figure 5 : Mention de potentielles *gates*
(en nombre de classes de parts et en pourcentage de l'actif net)



2.5. Cantonnement / Side-pockets

Figure 6 : Mention de l'existence d'un fonds de cantonnement associé (en nombre de classes de parts et en pourcentage de l'actif net)



On rappelle que la mise en place d'un *side-pocket* n'est pas conditionnée par la mention explicite de cette éventualité dans le prospectus. La détection des mots-clés liés à ce LMT ne permet donc pas d'identifier les fonds qui pourraient y recourir, mais bien plutôt d'identifier les fonds qui y ont eu recours.

Jusqu'à l'échéance de juin 2020, le dispositif concernait moins d'un demi pourcent des classes de parts de fonds français et moins d'un quart de pourcent de l'actif net. Les fonds associés à des mécanismes

de cantonnements étaient alors essentiellement des fonds alternatifs (13 % du nombre de classes de parts et 17 % de l'actif net des fonds alternatifs étaient associés à des *side-pockets* au 30 juin 2020).¹³

Les difficultés rencontrées par la société de gestion britannique H2O LLP en 2019 et 2020 se sont traduites par la suspension de 8 fonds de droit français (essentiellement des fonds obligataires et diversifiés) à la fin du mois d'août 2020 et la constitution de *side-pockets* pour isoler leurs actifs illiquides. Malgré cela, à fin juin 2021, les fonds associés à un *side-pocket* ne représentaient qu'à peine plus d'un demi-point de pourcentage de l'actif net des fonds français.

2.6. Rachats en nature

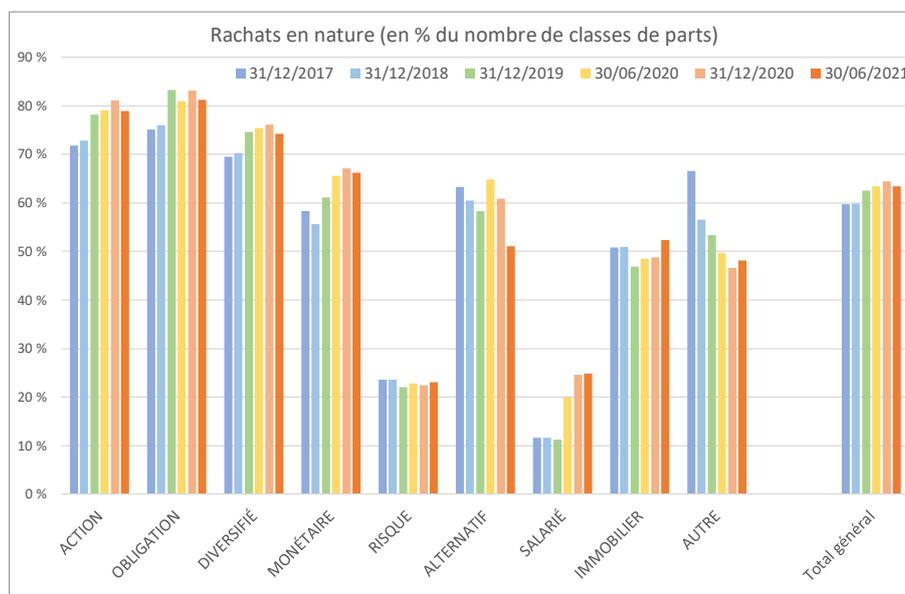
À la fin du mois de juin 2021, 63 % des classes de parts de fonds français signalaient dans leurs prospectus la possibilité de régler les rachats en nature, soit 73 % de l'actif net (cf. Figure 7). On rappelle que ce dispositif n'est pas très facile à mettre en œuvre en pratique car il nécessite l'accord de l'investisseur sortant, dans le cas où ce dernier se verrait remettre une quote-part de l'actif total du fonds (i.e. si le rachat représente x % de l'actif net du fonds, l'investisseur sortant reçoit x % de chaque actif au portefeuille du fonds), et celui de tous les porteurs de parts dans le cas contraire (i.e. si les actifs remis au porteur sortant déforment la structure du portefeuille).

Le dispositif est plus particulièrement présent dans les fonds obligataires (81 % des classes de parts fin 2020), les fonds actions (79 % des classes de parts) ou les fonds diversifiés (74 % des classes de parts) et légèrement moins dans les fonds monétaires (66 %).

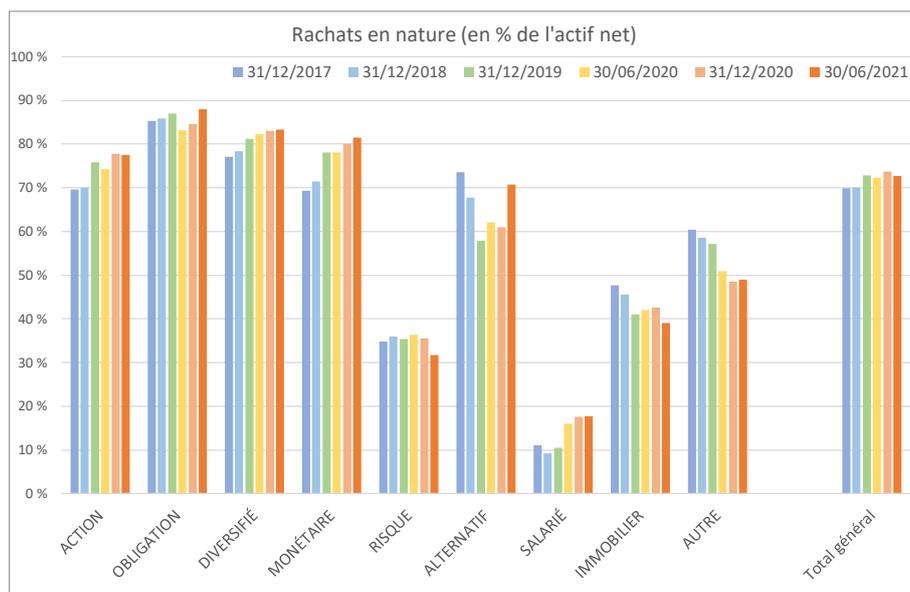
On note une progression continue de la présence de la faculté de remboursement en nature dans les prospectus de ces quatre grandes familles de fonds.

Inversement, le remboursement en nature est relativement peu prévu pour les fonds de capital-risque et pour les fonds investis en titres de l'entreprise (moins d'un quart des classes de part dans chacun des cas en juin 2021).

Figure 7 : Mention d'une possibilité de remboursement en nature (en nombre de classes de parts et en pourcentage de l'actif net)



¹³ Pour la détection des fonds associés à des *side-pockets*, l'analyse textuelle décrite dans Darpeix et al (2020) a été complétée par un pointage minutieux des fonds dont le nom signalait l'existence d'un dispositif de cantonnement (« SP » ou « canton »). Cet ajustement a été rendu nécessaire par certaines formulations sibyllines (non détectées par l'outil de lecture automatisée) utilisées dans les prospectus pour signaler l'existence d'un fonds de cantonnement associé (e.g. "Ce fonds a fait l'objet d'une scission conformément à l'article L.214-8-7 du Code monétaire et financier"). Cet exemple met en lumière les limites de l'exercice du fait des multiples formulations possibles.



Source : Analyse des prospectus, AMF-Banque de France

3. Cas des fonds commercialisés essentiellement comme unités de compte (UC)

En confrontant les données de portefeuille des assureurs vie français au 30 juin 2020 avec le *reporting* réglementaire des fonds à la même date, Darpeix et Mosson (2021) estimaient la part que représentaient les contrats en unité de compte (UC) des assureurs français au passif des fonds français. On se sert de cette information pour étudier l'évolution de l'adoption des *LMT* selon qu'ils sont ou non majoritairement utilisés comme supports d'unités de compte.

On décompose la population des fonds en six groupes distincts :

- Le premier rassemble tous les fonds que Darpeix et Mosson (2021) ne trouvaient pas à l'actif des assureurs (que ce soit en assurance vie ou en assurance non-vie). Il convient de noter que l'appartenance à cette catégorie peut signifier soit que les assureurs ne les détiennent effectivement pas, soit qu'ils ne sont pas suffisamment bien identifiés dans le reporting de l'assureur ;
- Le second regroupe les fonds qui ont été retrouvés dans le portefeuille des assureurs, mais pas en représentation des UC (i.e. il s'agit d'investissement réalisés pour le compte de l'activité non-vie ou bien pour le fonds euro à capital garanti) ;
- Les quatre autres ensembles correspondent à des proportions croissantes de la présence des UC au passif des fonds (par pas de 25 %).

Le Tableau 3 décrit la décomposition de la population des fonds français selon ces six groupements réalisés en fonction de la détention par les assureurs français au 31 juin 2020.

Dans la suite de l'analyse, on se concentrera sur les trois catégories de fonds suivantes : action, obligation et diversifié. Ce choix se justifie par le fait que ces trois catégories présentent plus de 100 classes de parts distinctes dans chacun des six sous-groupes constitués (exception faite des fonds obligataires, pour lesquels on rassemble les deux derniers sous-ensembles), ce qui permet d'assurer la significativité des moyennes. On analysera aussi les fonds monétaires, mais du fait des effectifs en présence, on segmentera la population entre d'une part les fonds détenus par les assureurs en représentation d'UC (quelle que soit la proportion détenue, tout en gardant à l'esprit que très peu de

fonds monétaires servent d'UC à plus de 25 %) et d'autre part les autres (qu'ils soient ou non détenus par les assureurs).

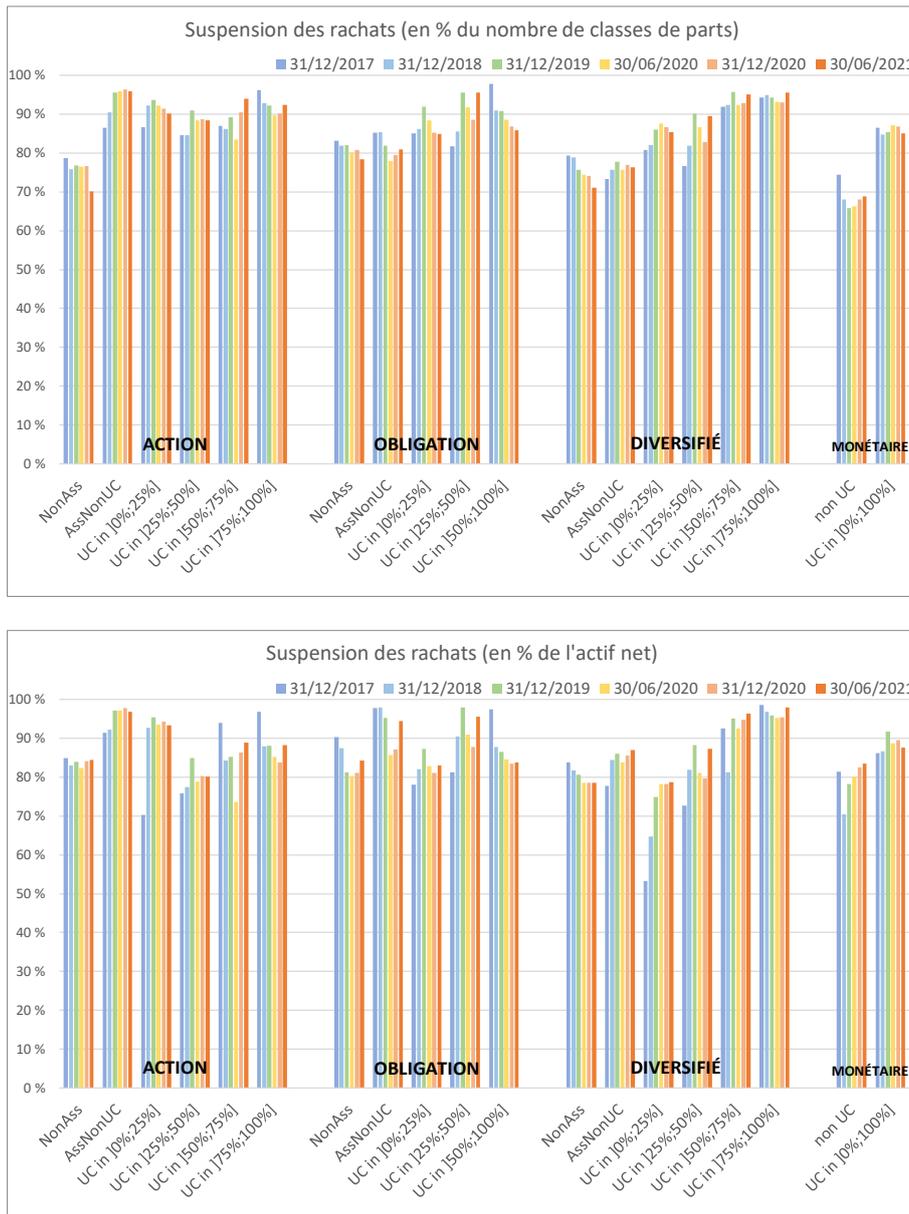
Tableau 3: Décomposition de la population des fonds français en fonction de la détention des assureurs français
Répartition par grande catégorie de fonds

		31/12/2017		31/12/2018		31/12/2019		30/06/2020		31/12/2020		30/06/2021	
		Mds €	# classes										
ACTION	Not in PTF	112,81	1 230	80,24	1 008	88,35	839	81,08	801	94,25	863	106,78	951
	Not UC	31,48	207	27,31	232	31,43	225	25,67	220	28,28	216	30,16	216
	0%<UC≤25%	99,08	985	84,53	1 096	93,66	1 158	83,10	1 175	93,08	1 149	103,68	1 132
	25%<UC≤50	53,88	569	43,59	630	45,59	625	40,83	631	47,67	626	53,17	611
	50%<UC≤75	39,77	300	34,47	349	37,86	341	32,33	338	35,99	334	38,75	331
	75%<UC≤100%	24,25	290	22,19	320	26,85	284	23,38	280	25,66	274	28,25	273
OBLIGATION	Not in PTF	113,64	912	96,29	808	106,09	711	103,44	688	115,68	777	108,79	787
	Not UC	54,85	190	52,35	211	56,67	238	55,59	235	54,55	230	54,13	225
	0%<UC≤25%	105,00	839	104,60	954	98,57	982	80,48	951	80,82	926	83,73	923
	25%<UC≤50	7,56	131	9,31	166	11,70	179	10,04	180	7,62	184	7,40	180
	50%<UC≤75	1,60	32	1,94	46	2,31	53	2,43	57	2,48	57	2,41	59
	75%<UC≤100%	4,29	56	4,52	54	5,35	55	4,30	48	4,53	49	4,45	47
DIVERSIFIÉ	Not in PTF	131,93	2 372	113,11	2 164	125,49	2 059	120,21	1 975	133,56	2 188	148,01	2 403
	Not UC	42,23	323	39,13	297	51,03	359	58,68	398	63,55	395	65,90	384
	0%<UC≤25%	75,68	741	61,78	846	75,36	1 071	75,68	1 166	81,73	1 154	87,24	1 144
	25%<UC≤50	22,21	385	22,18	454	26,03	536	25,35	556	27,08	559	28,61	537
	50%<UC≤75	27,10	331	26,71	352	31,33	393	30,51	416	31,34	404	33,80	410
	75%<UC≤100%	74,45	797	70,08	872	77,32	969	76,99	1 030	81,20	1 017	84,97	1 003
MONÉTAIRE	Not in PTF	47,37	327	42,06	207	34,85	152	34,24	139	35,60	142	33,66	146
	Not UC	14,47	16	17,17	15	17,26	18	23,51	18	20,88	18	22,38	18
	0%<UC≤25%	300,37	278	290,80	295	283,99	288	287,03	289	353,57	283	321,78	268
	25%<UC≤50	1,16	15	1,15	15	1,22	16	1,28	16	1,02	16	1,00	14
	50%<UC≤75	1,43	6	1,01	6	1,18	6	1,39	6	1,40	6	1,44	6
	75%<UC≤100%	1,28	5	0,47	6	0,99	6	0,68	6	0,47	6	0,97	6
RISQUE	Not in PTF	41,25	2 081	38,59	2 085	36,86	2 099	35,46	1 992	39,64	2 017	56,96	2 028
	Not UC	22,63	544	26,19	592	33,61	760	32,43	735	33,90	739	37,42	713
	0%<UC≤25%	0,07	13	0,10	13	0,18	23	0,19	23	0,20	23	0,24	23
	25%<UC≤50	0,13	2	0,22	6	0,42	8	0,46	8	0,47	8	0,19	5
	50%<UC≤75					0,02	3	0,09	4	0,12	5	0,17	5
	75%<UC≤100%	0,13	5	0,14	5	0,17	6	0,18	7	0,21	7	0,24	7
ALTERNATIF	Not in PTF	2,44	79	1,68	62	1,95	49	2,32	46	2,75	48	2,90	50
	Not UC	3,77	32	3,10	32	3,20	30	3,06	30	3,19	30	3,37	30
	0%<UC≤25%	0,23	25	0,19	18	0,16	17	0,14	15	0,19	14	0,19	14
	25%<UC≤50	0,10	1										
	50%<UC≤75	0,01	1	0,01	1								
	75%<UC≤100%	0,01	1	0,01	1								
SALARIÉ	Not in PTF	44,00	584	39,66	578	47,47	580	39,79	578	43,15	565	49,76	566
IMMOBILIER	Not in PTF	39,33	301	47,96	343	51,97	359	52,71	351	53,56	353	76,41	374
	Not UC	15,57	108	17,02	112	19,32	126	19,49	117	19,73	115	20,79	115
	0%<UC≤25%	0,05	5	0,06	6	0,24	9	0,30	10	0,34	10	0,39	10
	25%<UC≤50	0,66	5	0,72	8	0,85	8	0,85	8	0,86	7	0,92	7
	50%<UC≤75	1,13	2	1,45	2	2,13	2	2,35	2	2,44	2	2,61	2
	75%<UC≤100%	11,15	26	12,84	26	15,32	27	15,89	27	16,29	27	16,20	27
AUTRE	Not in PTF	38,61	401	46,24	572	46,06	564	44,64	581	64,07	725	86,61	793
	Not UC	8,62	67	15,73	150	18,54	158	15,40	184	17,44	183	27,20	180
	0%<UC≤25%	0,46	7	3,89	43	4,42	53	4,05	60	3,69	59	3,63	50
	25%<UC≤50	0,03	2	0,20	4	0,12	7	0,10	7	0,11	6	0,13	6
	50%<UC≤75	1,05	11	1,78	22	2,06	22	2,10	25	2,31	24	2,15	24
	75%<UC≤100%	10,64	102	14,98	126	18,53	146	16,46	149	16,59	141	14,40	118
Total général		1 629,96	15 742	1 519,77	16 210	1 634,06	16 619	1 566,67	16 578	1 743,26	16 981	1 854,34	17 221

Source : Base BIO (AMF), Portefeuilles des assureurs (ACPR)

D'après la Figure 8, les fonds recevant des placements des assureurs signalent généralement davantage dans leurs prospectus la faculté de suspension totale des rachats à la main du gérant que le reste de la population. Pour les fonds diversifiés, une légère tendance croissante en fonction de la part des UC au passif des fonds semble se dégager.

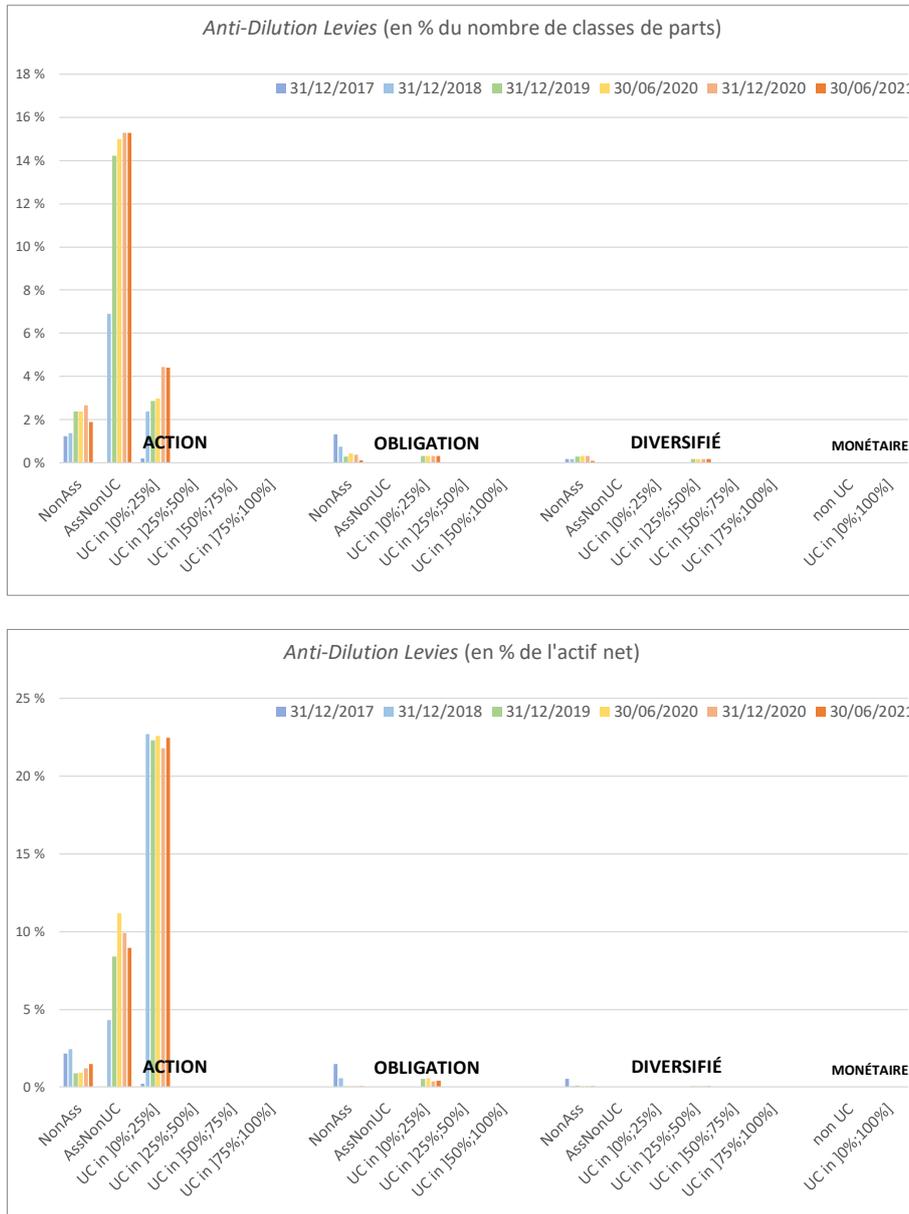
Figure 8 : Mention de la faculté de suspension des rachats en fonction de la part des assureurs au passif (en nombre de classes de parts et en pourcentage de l'actif net)



Source : Analyse des prospectus, AMF-Banque de France, Portefeuilles des assureurs (ACPR)

La Figure 9 met en évidence la très faible adoption des *ADL* dans les fonds servant majoritairement de supports aux unités de comptes. En particulier, on ne trouve quasiment pas d'*ADL* dans les fonds actions et obligataires recevant plus de 25 % d'UC, ni dans les fonds diversifiés servant à plus de 50 % de supports d'UC.

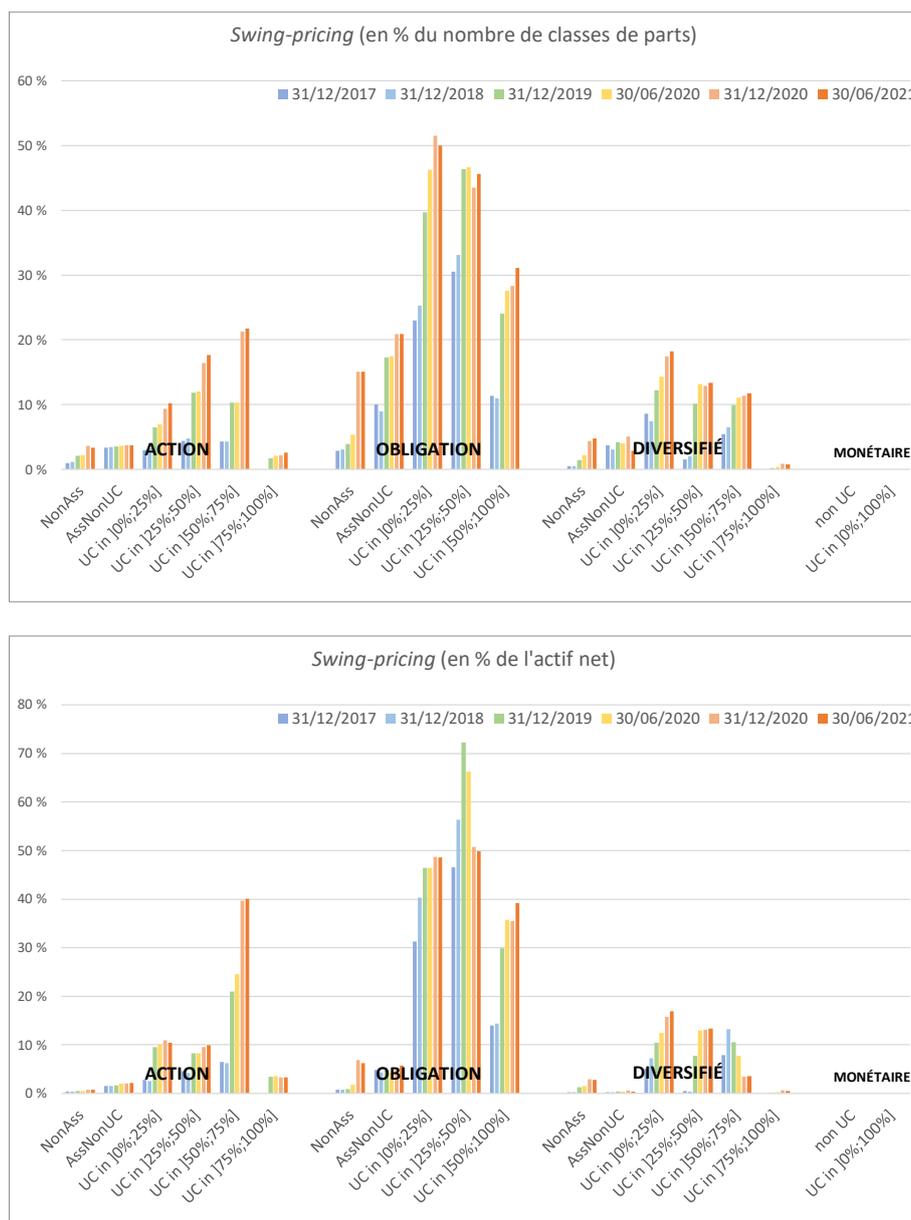
Figure 9 : Mention des *ADL* dans les prospectus en fonction de la part des assureurs au passif (en nombre de classes de parts et en pourcentage de l'actif net)



Source : Analyse des prospectus, AMF-Banque de France, Portefeuilles des assureurs (ACPR)

Dans la Figure 10, on observe que les fonds servant à plus de 75 % d'unités de compte sont beaucoup moins dotés du mécanisme de *swing-pricing* que le reste de la population (c'est particulièrement visible pour les fonds actions et diversifiés). En revanche on observe que les taux d'adoption sont les plus élevés là où les UC des assureurs français sont présentes mais non majoritaires.

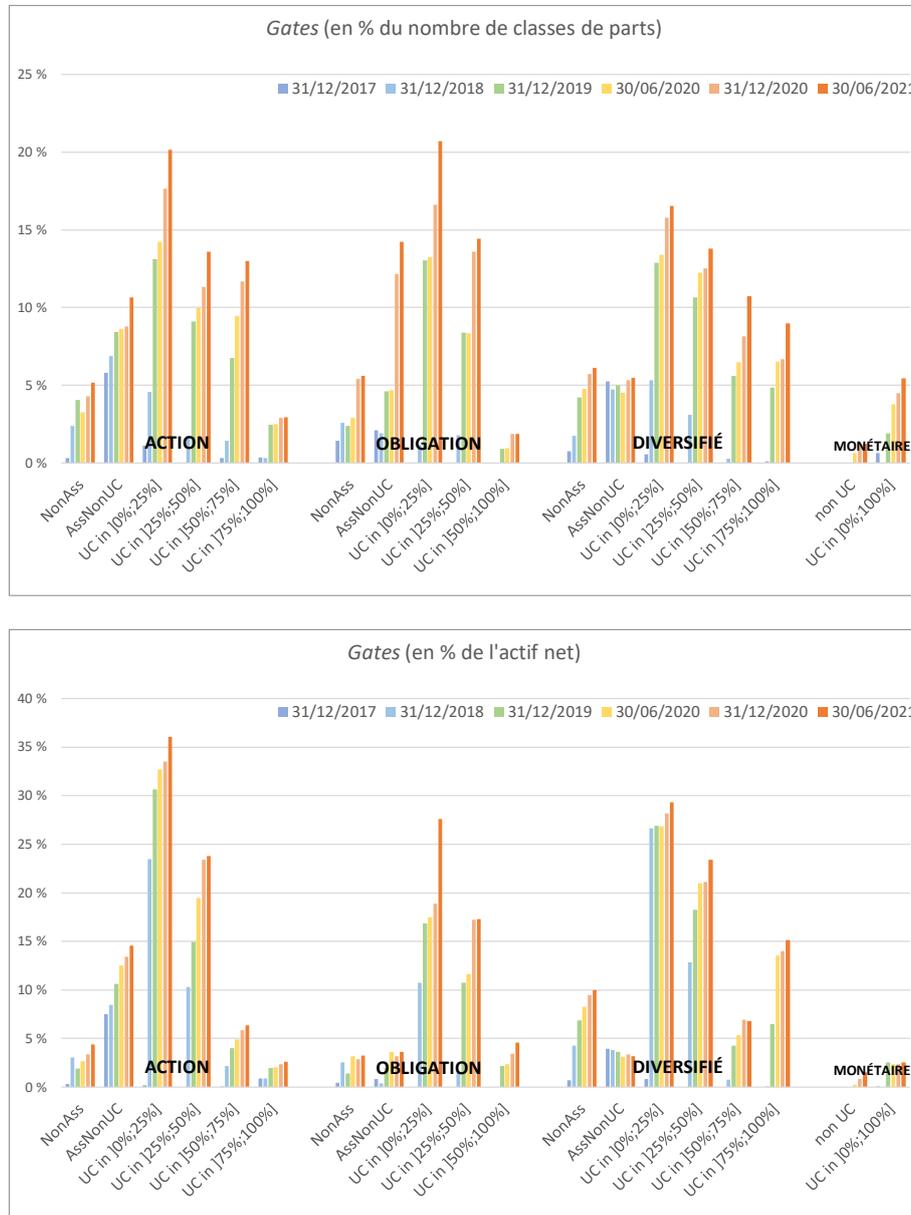
Figure 10 : Mention du swing-pricing dans les prospectus en fonction de la part des assureurs au passif
(en nombre de classes de parts et en pourcentage de l'actif net)



Source : Analyse des prospectus, AMF-Banque de France, Portefeuilles des assureurs (ACPR)

Enfin, la Figure 11 montre la décroissance du taux de présence des *gates* en fonction de la part représentée par les UC au passif des fonds.

Figure 11 : Mention des *gates* dans les prospectus en fonction de la part des assureurs au passif (en nombre de classes de parts et en pourcentage de l'actif net)



Source : Analyse des prospectus, AMF-Banque de France, Portefeuilles des assureurs (ACPR)

4. Cas des fonds d'épargne salariale

On s'intéresse à présent au cas particulier des fonds d'épargne salariale. Il s'agit de fonds d'investissement dédiés aux plans d'épargne en entreprise (PEE) ou aux plans d'épargne retraite en entreprise (PERCO). Certains de ces fonds sont investis en titres de l'entreprise (cf. la catégorie « SALARIÉ » des sections précédentes) et les autres (la grande majorité) sont inclus dans les grandes catégories de fonds en fonction des classes d'actifs dans lesquelles ils investissent. On trouve ainsi des fonds communs de placement en entreprise (FCPE) action, obligation, diversifié, monétaire et autres. En revanche, il n'existe pas de FCPE de capital-risque, alternatif ou immobilier (cf. Tableau 4).

Tableau 4: Décomposition de la population des fonds français en isolant des fonds d'épargne salariale
Répartition par grande catégorie de fonds

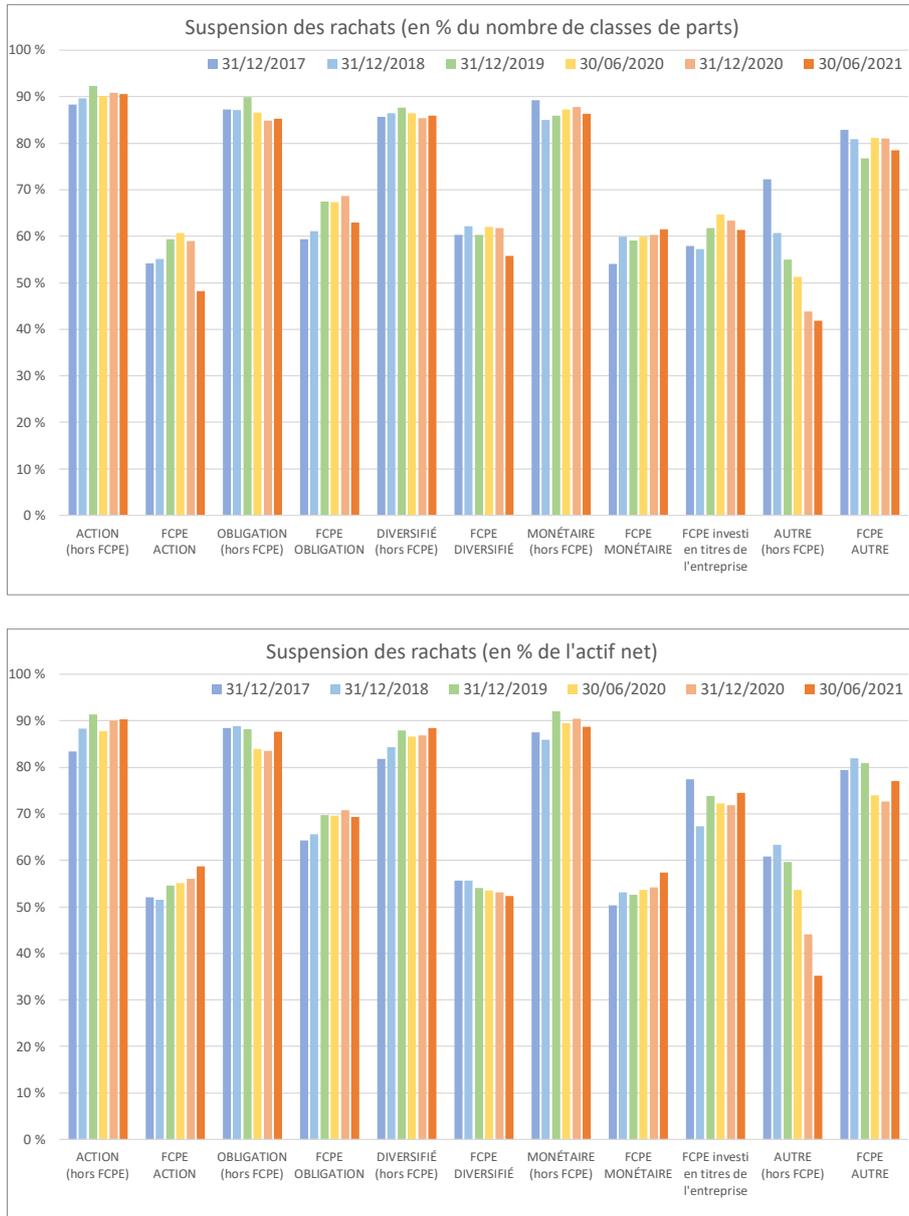
	31/12/2017		31/12/2018		31/12/2019		30/06/2020		31/12/2020		30/06/2021	
	Mds €	# classes										
ACTION (hors FCPE)	344,29	3 166	276,05	3 229	304,52	3 086	267,70	3 068	304,20	3 075	336,06	3 076
FCPE ACTION	16,99	415	16,27	406	19,21	386	18,70	377	20,73	387	24,73	438
OBLIGATION (hors FCPE)	271,46	1 956	253,52	2 036	262,69	2 024	236,84	1 963	245,69	2 025	240,72	2 008
FCPE OBLIGATION	15,49	204	15,51	203	18,00	194	19,44	196	19,99	198	20,18	213
DIVERSIFIÉ (hors FCPE)	346,19	4 260	305,67	4 319	353,21	4 680	354,92	4 841	383,89	4 979	409,72	5 069
FCPE DIVERSIFIÉ	27,41	689	27,32	666	33,33	707	32,49	700	34,56	738	38,81	812
MONÉTAIRE (hors FCPE)	344,72	477	331,23	392	319,01	354	326,57	352	391,58	345	359,82	328
FCPE MONÉTAIRE	21,35	170	21,44	152	20,47	132	21,55	122	21,37	126	21,42	130
RISQUE (Ø FCPE)	64,21	2 645	65,25	2 701	71,26	2 899	68,81	2 769	74,54	2 799	95,23	2 781
ALTERNATIF (Ø FCPE)	6,57	139	4,99	114	5,31	96	5,51	91	6,13	92	6,46	94
FCPE investi en titres de l'entreprise	44,00	584	39,66	578	47,47	580	39,79	578	43,15	565	49,76	566
IMMOBILIER (Ø FCPE)	67,88	447	80,04	497	89,84	531	91,58	515	93,22	514	117,32	535
AUTRE (hors FCPE)	57,65	491	81,70	807	88,36	834	81,56	889	102,67	1 022	132,37	1 055
FCPE AUTRE	1,75	99	1,12	110	1,37	116	1,20	117	1,53	116	1,75	116
Total général	1 629,96	15 742	1 519,77	16 210	1 634,06	16 619	1 566,67	16 578	1 743,26	16 981	1 854,34	17 221

Source : Base BIO (AMF)

Dans les graphiques qui suivent, on comparera les FCPE de chaque classification avec le reste des fonds de la même classification (pour les classifications où les FCPE sont présents). On fera figurer par ailleurs, pour rappel, les chiffres correspondant aux fonds d'épargne salariale investis en titres de l'entreprise. Les mécanismes de blocage de l'épargne inhérents aux dispositifs de PEE ou PERCO rendent les *LMT* beaucoup moins utiles dans ce type de fonds.

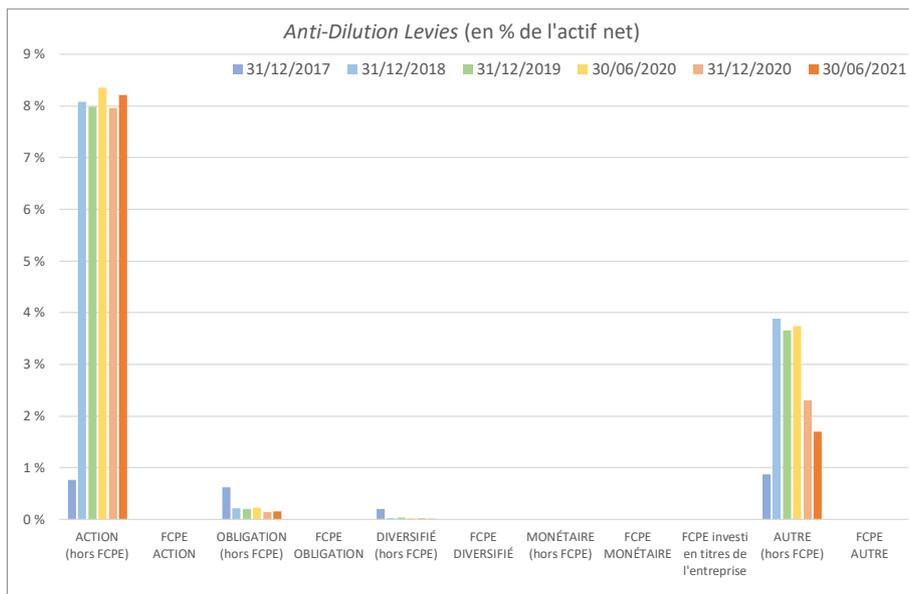
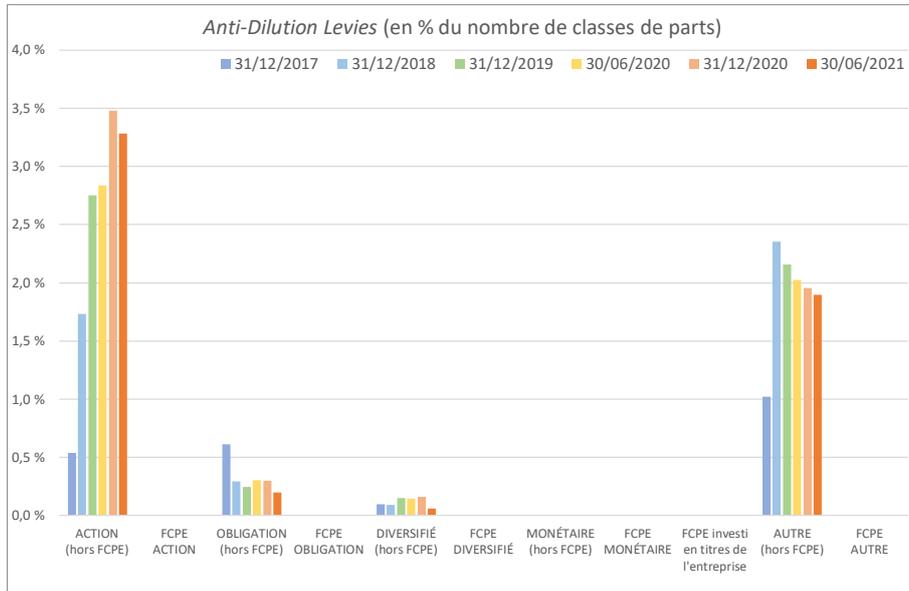
De manière générale, on constate effectivement que les fonds d'épargne salariale sont bien moins dotés d'outils de gestion de la liquidité que les autres fonds de la même classification. Le taux de présence de la suspension totale des rachats est entre 20 et 30 points de pourcentage inférieur pour les FCPE (exception faite des FCPE « autres », qui semblent mieux couverts que les non-FCPE de cette catégorie, cf. Figure 12). Aucun FCPE n'a mis en place d'*ADL* (cf. Figure 13) et on ne trouve la mention des *gates* que dans quatre fonds investis en titres de l'entreprise et dans deux FCPE diversifiés à fin 2020 (Figure 15). Enfin, le *swing-pricing* est moins présent dans les FCPE (cf. Figure 14) et on ne discerne pas de dynamique de croissance dans le taux de prévalence sur les quatre dernières années, contrairement aux fonds non-FCPE (sauf peut-être pour les FCPE diversifiés, avec un saut en juin 2020).

Figure 12 : Mention de la suspension des rachats dans les prospectus (FCPE vs. Non-FCPE)
(en nombre de classes de parts et en pourcentage de l'actif net)



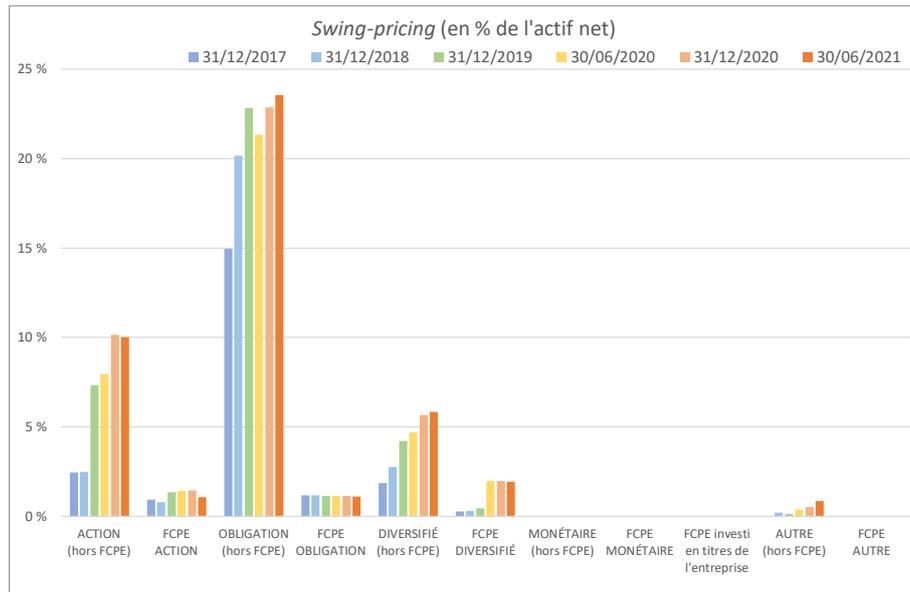
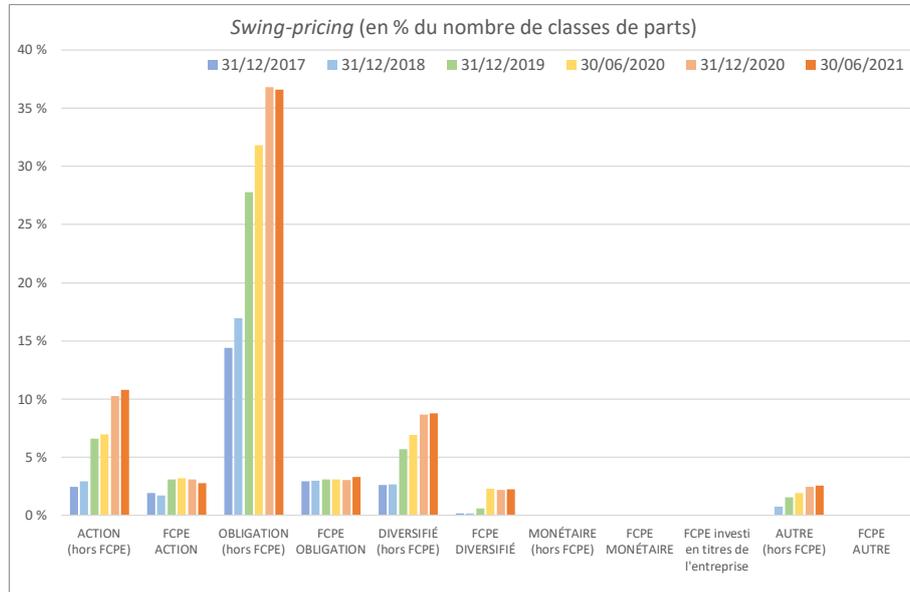
Source : Analyse des prospectus, AMF-Banque de France

Figure 13 : Mention des ADL dans les prospectus (FCPE vs. Non-FCPE)
(en nombre de classes de parts et en pourcentage de l'actif net)



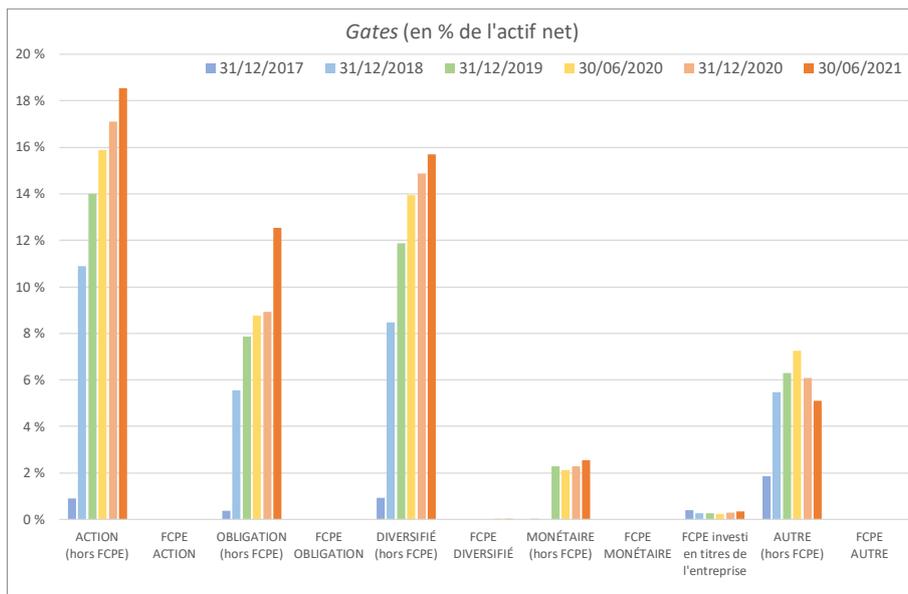
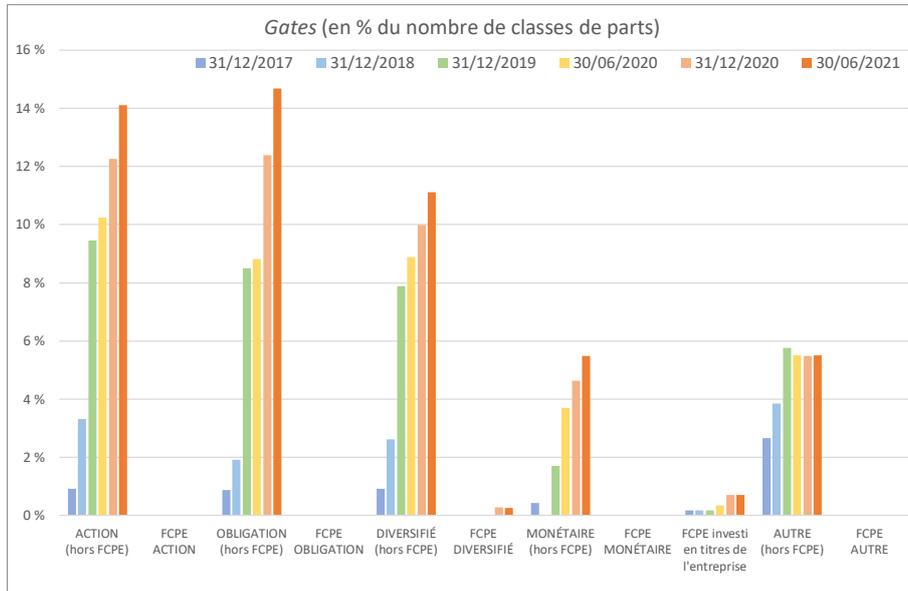
Source : Analyse des prospectus, AMF-Banque de France

Figure 14 : Mention du swing-pricing dans les prospectus (FCPE vs. Non-FCPE)
(en nombre de classes de parts et en pourcentage de l'actif net)



Source : Analyse des prospectus, AMF-Banque de France

Figure 15 : Mention des gates dans les prospectus (FCPE vs. Non-FCPE)
(en nombre de classes de parts et en pourcentage de l'actif net)



Source : Analyse des prospectus, AMF-Banque de France

5. Focus sur les ETF

Les fonds indiciels cotés (ou *exchange traded funds*, *ETF*) sont des fonds de gestion passive répliquant la performance d'un indice financier (i.e. un panier de titres sous-jacents) et cotés en continu.

La liste exhaustive à date des *ETF* cotés sur Euronext est accessible via le site internet de la plateforme¹⁴. Euronext a par ailleurs fourni les listes historiques des *ETF* cotés à chaque fin d'année depuis 2017. En croisant ces listes avec la base de donnée principale, il est possible de suivre spécifiquement l'introduction des *LMT* dans la population des *ETF* cotés sur Euronext et domiciliés en France¹⁵.

Le Tableau 5 permet de se faire une idée de la population des *ETF* français par type d'actifs sous-jacents, en nombre de classes de parts distinctes (sous-colonnes de droite) et en termes d'actif net (sous-colonnes de gauche).

On peut voir que cette population est composée presque exclusivement d'*ETF* actions. On comptait moins d'une dizaine de classes de parts d'*ETF* obligataires, d'*ETF* diversifiés ou encore d'*ETF* autres. Les autres typologies de fonds ne sont pas représentées parmi les *ETF*.

Tableau 5: Population des *ETF* français

	31/12/2017		31/12/2018		31/12/2019		30/06/2020		31/12/2020		30/06/2021	
	Mds €	# classes										
ACTION (hors ETF)	330,94	3 501	260,18	3 504	293,50	3 376	259,95	3 348	296,50	3 375	328,62	3 428
ETF ACTION	30,33	80	32,15	131	30,24	96	26,45	97	28,43	87	32,17	86
OBLIGATION (hors ETF)	285,88	2 153	267,79	2 230	279,11	2 209	254,75	2 149	264,35	2 213	259,67	2 213
ETF OBLIGATION	1,07	7	1,24	9	1,58	9	1,53	10	1,33	10	1,23	8
DIVERSIFIÉ (hors ETF)	370,29	4 932	332,59	4 980	386,31	5 382	387,27	5 536	418,35	5 713	448,39	5 879
ETF DIVERSIFIÉ	3,31	17	0,40	5	0,23	5	0,15	5	0,10	4	0,14	2
AUTRE (hors ETF)	59,41	590	79,78	906	87,40	941	80,42	996	102,58	1 128	132,57	1 161
ETF AUTRE			3,04	11	2,32	9	2,34	10	1,62	10	1,55	10

Source : Base BIO (AMF), Euronext

On se concentrera ici sur les *ETF* action, plus représentatifs du marché français. On comparera les différents taux de prévalence des *LMT* dans ces *ETF* à ceux des fonds actions non *ETF*.

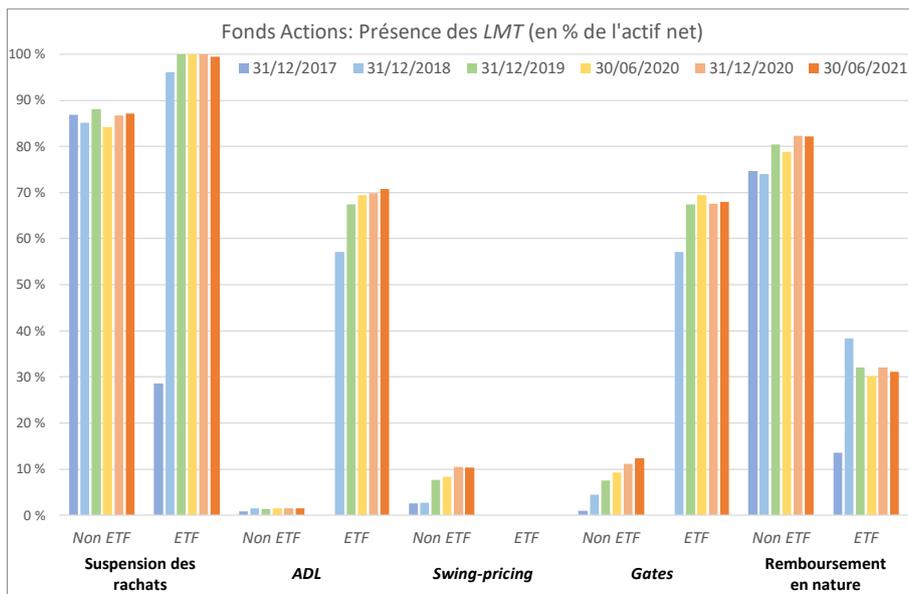
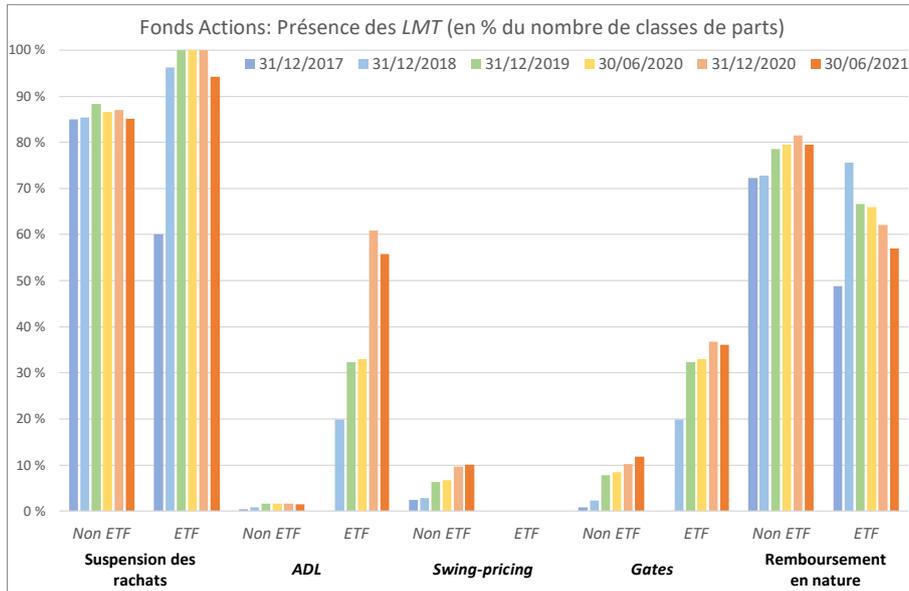
La Figure 16 met en évidence de fortes disparités entre les *ETF* actions et la population générale des fonds action en termes d'adoption des différents outils de gestion de liquidité. On remarque en particulier que les prospectus des *ETF* signalent bien plus fréquemment la faculté de suspension totale des rachats, la présence d'*ADL* ou de *gates*.

Inversement, le *swing-pricing* est absent des *ETF*, et la mention du remboursement en nature est beaucoup moins répandue (57 % des classes de parts d'*ETF* à fin juin 2021 contre 79 % dans les fonds action non *ETF*).

¹⁴ Voir Euronext, [ETFs all markets](#)

¹⁵ NB : pour l'échéance à mi-année 2020, on a retenu à la fois les ISIN présents dans la liste à fin 2019 et ceux présents à fin 2020.

Figure 16 : Mention des différents LMT des fonds actions, selon qu'ils sont ou non des ETF (en nombre de classes de parts et en pourcentage de l'actif net)



Source : Analyse des prospectus, AMF-Banque de France, Euronext

6. Analyse par nature (OPCVM vs. AIF)

Pour terminer cette analyse, on cherche ici à mettre en évidence une éventuelle différence en termes de taux de présence des *LMT* en fonction de la nature des produits (i.e. en comparant les OPCVM relevant de la Directive UCITS et les fonds d'investissement alternatifs, ou FIA, relevant de la Directive AIFM). On distinguera par ailleurs les OPCVM qui utilisent la méthode de la *Value-at-Risk* (OPCVM en *VaR*) des autres.

Dans la mesure où tous les fonds immobiliers, alternatifs et de capital-risque (ainsi que tous les FCPE) sont soumis à AIFM, on n'analysera que les classifications action, obligation, diversifié, monétaire et autre (cf. Tableau 6). Il convient de noter par ailleurs le faible nombre d'OPCVM en *VaR* dans les catégories monétaire et autre. En conséquence, les pourcentages représentés pour ces deux groupes seront à prendre avec précaution.

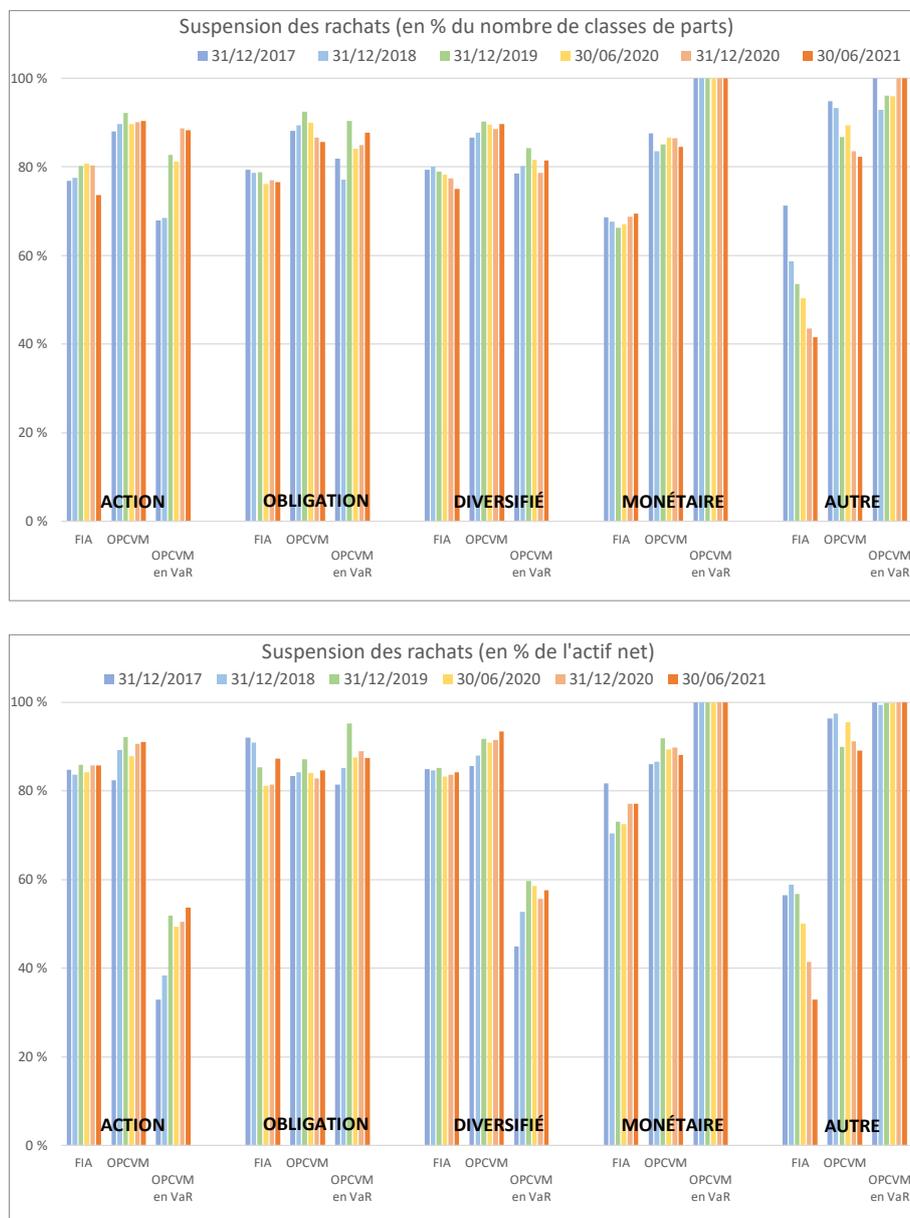
Tableau 6: Répartition par nature des fonds français

		31/12/2017		31/12/2018		31/12/2019		30/06/2020		31/12/2020		30/06/2021	
		Mds €	# classes										
ACTION	FIA	104,04	1 051	97,33	1 080	113,28	998	102,90	979	117,57	984	131,39	1 047
	OPCVM	248,97	2 477	189,00	2 498	203,58	2 422	176,94	2 413	199,34	2 416	220,16	2 399
	OPCVM en VaR	8,27	53	5,99	57	6,88	52	6,55	53	8,02	62	9,23	68
OBLIGATION	FIA	130,58	712	127,51	692	143,04	699	138,17	693	143,58	691	137,37	690
	OPCVM	136,48	1 211	113,98	1 302	109,90	1 250	96,14	1 208	101,32	1 213	103,74	1 221
	OPCVM en VaR	19,89	237	27,54	245	27,75	269	21,97	258	20,79	319	19,79	310
DIVERSIFIÉ	FIA	193,95	2 599	174,81	2 537	211,67	2 725	216,64	2 772	235,06	2 831	251,70	2 978
	OPCVM	129,62	1 967	117,66	2 064	136,54	2 276	137,23	2 399	148,54	2 487	160,24	2 526
	OPCVM en VaR	50,04	383	40,52	384	38,33	386	33,55	370	34,84	399	36,59	377
MONÉTAIRE	FIA	60,55	261	57,40	198	42,07	172	41,91	161	43,39	163	40,38	167
	OPCVM	303,98	379	294,20	339	296,26	307	305,29	306	368,62	302	339,73	285
	OPCVM en VaR	1,54	7	1,07	7	1,14	7	0,93	7	0,93	6	1,12	6
RISQUE	FIA	64,21	2 645	65,25	2 701	71,26	2 899	68,81	2 769	74,54	2 799	95,23	2 781
ALTERNATIF	FIA	6,57	139	4,99	114	5,31	96	5,51	91	6,13	92	6,46	94
SALARIÉ	FIA	44,00	584	39,66	578	47,47	580	39,79	578	43,15	565	49,76	566
IMMOBILIER	FIA	67,88	447	80,04	497	89,84	531	91,58	515	93,22	514	117,32	535
AUTRE	FIA	52,20	521	72,81	799	81,39	841	75,66	896	97,77	1 031	127,53	1 066
	OPCVM	5,94	58	8,71	90	7,55	83	6,41	85	5,94	85	6,15	90
	OPCVM en VaR	1,26	11	1,30	28	0,78	26	0,69	25	0,49	22	0,44	15

Source : Base BIO (AMF)

Les OPCVM prévoient plus souvent la suspension des rachats dans leurs prospectus que les FIA (cf. Figure 17). De même, les *ADL* (Figure 18), le *swing-pricing* (Figure 19) et les *gates* (Figure 20) ont été plus largement introduits dans les OPCVM que dans les FIA (et encore davantage dans les OPCVM en *VaR* que dans les OPCVM classiques). La seule exception à ce constat concerne la présence des *ADL* dans les FIA action, lorsqu'on regarde la proportion en nombre de classes de parts.

Figure 17 : Mention des suspensions dans les prospectus (OPCVM vs. FIA)
(en nombre de classes de parts et en pourcentage de l'actif net)



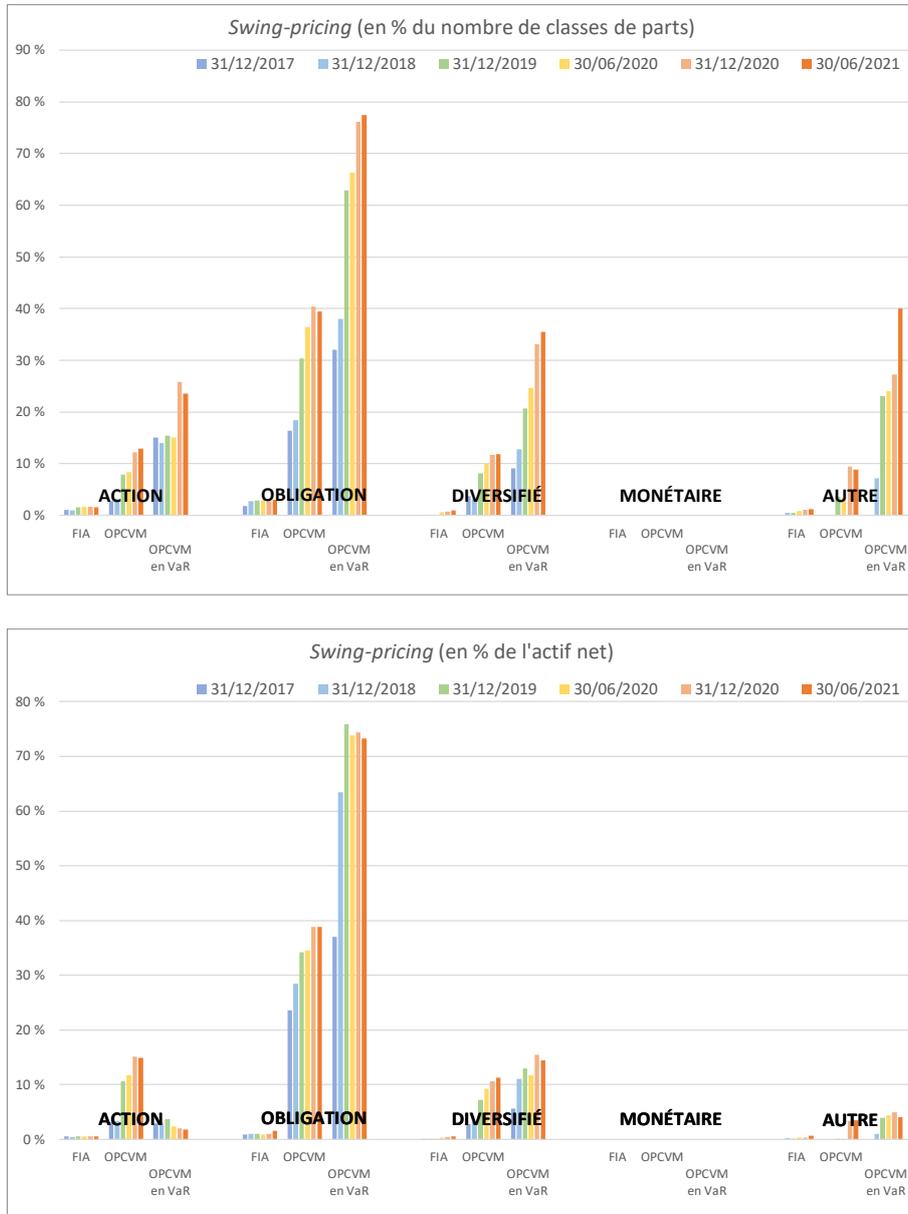
Source : Analyse des prospectus, AMF-Banque de France

Figure 18 : Mention des ADL dans les prospectus (OPCVM vs. FIA)
(en nombre de classes de parts et en pourcentage de l'actif net)



Source : Analyse des prospectus, AMF-Banque de France

Figure 19 : Mention du swing-pricing dans les prospectus (OPCVM vs. FIA)
(en nombre de classes de parts et en pourcentage de l'actif net)



Source : Analyse des prospectus, AMF-Banque de France

Figure 20 : Mention des gates dans les prospectus (OPCVM vs. FIA)
(en nombre de classes de parts et en pourcentage de l'actif net)



Source : Analyse des prospectus, AMF-Banque de France

Bibliographie :

Autorité des marchés financiers (2019). [Cartographie 2019 des marchés et des risques](#). *Risques et Tendances* de l'AMF, 2 juillet 2019, 107p.

Autorité des marchés financiers (2021). [Cartographie 2021 des marchés et des risques](#). *Risques et Tendances* de l'AMF, 5 juillet 2021, 111p.

Darpeix, Pierre-Emmanuel, Caroline Le Moign, Nicolas Même, Marko Novakovic (2020). [Présentation et recensement des outils de gestion de la liquidité des fonds français](#). *Risque et tendances* de l'AMF, 17 juillet 2020, 34p.

[Aussi publié dans la collection des *Documents de travail de la Banque de France*, #775]

Darpeix, Pierre-Emmanuel et Natacha Mosson (2021). [Identification des fonds distribués via l'assurance vie ou supports de placement des assureurs : nouvelles données mobilisées et première analyse en termes d'outils de gestion de liquidité](#) *Risque et tendances* de l'AMF, 10 juin 2021, 11p.

Darpeix, Pierre-Emmanuel et Natacha Mosson (2021). [Analyse détaillée des portefeuilles des fonds monétaires de droit français lors de la crise de la covid-19 de début 2020](#). *Risques et tendances* de l'AMF, 18 mai 2021, 41p.

Darpeix, Pierre-Emmanuel et Natacha Mosson (2019). [Frais et performance des fonds d'épargne salariale](#), *Risques et Tendances* de l'AMF, 11 décembre 2019, 38p.