

Instruction AMF

Modalités de mise en place des mécanismes de plafonnement des rachats ou « *gates* » - DOC-2017-05

Textes de référence : articles L. 214-7-4, L. 214-8-7, L. 214-24-33, et L. 214-24-41 du code monétaire et financier et articles 411-20-1 et 422-21-1 du règlement général de l'AMF

La présente instruction s'applique aux sociétés de gestion qui gèrent un OPCVM, un fonds d'investissement à vocation générale (FIVG), un fonds de capital investissement (FCPR, FCPI et FIP), un fonds professionnel de capital investissement (FPCI), ou un fonds d'épargne salariale lorsqu'elles envisagent de mettre en place un mécanisme de plafonnement des rachats (ou « *gates* »).

Elle complète les instructions AMF DOC-2011-19, DOC-2011-20, DOC-2011-21, DOC-2011-22 et DOC-2012-06.

La mise en place de *gates* permet d'étaler les demandes de rachats sur plusieurs valeurs liquidatives dès lors qu'elles excèdent un certain niveau, déterminé de façon objective.

Le mode de gestion du passif de l'organisme de placement collectif concerné doit être compatible avec les *gates* introduites. A cet égard, avant la mise en place des *gates*, la société de gestion doit se rapprocher du dépositaire de l'organisme de placement collectif et des prestataires concernés afin de vérifier la compatibilité du dispositif envisagé, tant en terme de traitement des flux que d'information des porteurs.

Si le plafonnement des rachats ne doit pas être conçu comme un mécanisme de gestion courante de la liquidité, il peut être davantage dans l'intérêt des porteurs que la suspension totale des rachats de parts.

1. Description des *gates* dans le prospectus ainsi que dans le règlement ou les statuts

La mise en place de *gates* et leur fonctionnement doivent être décrits de façon précise dans le prospectus ainsi que dans le règlement ou les statuts. Lorsqu'un organisme de placement collectif établit un DICI, celui-ci doit mentionner le plafonnement des rachats et renvoyer vers le prospectus et le règlement ou les statuts qui en décrivent le fonctionnement.

2. Information des porteurs en cas de modification du règlement ou des statuts d'un organisme de placement collectif existant pour y inclure la possibilité de plafonner les rachats (non applicable pour les FPCI)

L'introduction ou la modification concernant des *gates* dans le règlement et les statuts d'un organisme de placement collectif existant doit être **agrée par l'AMF puis faire l'objet d'une information particulière des porteurs leur proposant de sortir de l'organisme de placement collectif sans frais.**

Cette disposition n'est pas applicable aux FPCI.

3. Seuil au-delà duquel les *gates* peuvent être déclenchées

3.1. Définition du seuil dans les statuts ou le règlement de l'organisme de placement collectif

Le seuil au-delà duquel les *gates* peuvent être déclenchées doit être justifié au regard de la périodicité de calcul de la valeur liquidative de l'organisme de placement collectif, de son orientation de gestion et de la liquidité des actifs qu'il détient. Son niveau ne doit pas être de nature à remettre totalement en cause la

possibilité pour un porteur de racheter ses parts ou actions dans les conditions normales de marché. Ce seuil est mentionné dans le règlement ou les statuts de l'organisme de placement collectif.

Par exemple, pour un organisme de placement collectif dont la valeur liquidative est établie mensuellement, ce principe est présumé respecté pour un seuil fixé à 20% de son actif net. Une *gate* à hauteur de 0,5% sur chaque valeur liquidative quotidienne ne permettrait plus au porteur de racheter ses parts ou actions.

A titre indicatif, le tableau suivant mentionne les niveaux de seuils de déclenchement compatibles avec cette exigence :

Fréquence de la valeur liquidative	Seuil de plafonnement (en pourcentage des actifs nets)
Quotidienne	5%
Hebdomadaire	10%
Bimensuelle	15%
Mensuelle	20%

Un seuil différent pourrait être justifié par la société de gestion selon la stratégie de l'organisme de placement collectif et des actifs sous-jacents.

3.2. Calcul effectif du seuil en cas de plafonnement des rachats

Pour rappel, le seuil de déclenchement des *gates* correspond au rapport entre :

- la différence constatée, à une même date de centralisation, entre le nombre de parts ou actions de l'organisme de placement collectif dont le rachat est demandé ou le montant total de ces rachats, et le nombre de parts ou actions de ce même organisme de placement collectif dont la souscription est demandée ou le montant total de ces souscriptions ; et
- l'actif net ou le nombre total de parts ou actions de l'organisme de placement collectif ou du compartiment considéré.

Le seuil des ordres qui ne seront pas exécutés doit être déterminé immédiatement à l'issue de la date de centralisation, de façon à informer de manière particulière les porteurs concernés dans les plus brefs délais et de leur permettre de s'opposer au report de leur ordre, s'ils le souhaitent et lorsque cela est prévu par le règlement ou les statuts, pour le reliquat qui n'aura pas été exécuté et dans le respect des préavis.

Pour les organismes de placement collectif disposant de plusieurs catégories de parts, le seuil de déclenchement des *gates* doit être le même pour toutes les catégories de parts. Le calcul de déclenchement de la *gate* est réalisé dès la fin de la centralisation des ordres mais les rachats nets des souscriptions sont exprimés en montant (nombre de parts multiplié par la dernière valeur liquidative) puis comparés à l'actif net de la dernière valeur liquidative de l'ensemble de l'organisme de placement collectif et non pas comparés à la valeur liquidative de la catégorie de parts.

Dans le cas où une valeur liquidative indicative aurait été calculée, elle peut être retenue pour le calcul du seuil. D'une manière générale, la société de gestion doit procéder aux corrections qu'elle estime nécessaires pour la détermination de l'actif net de référence pour tenir compte des informations dont elle a eu connaissance depuis le dernier calcul de la valeur liquidative. Toutefois, les rachats nets (numérateur) et l'actif net utilisé (dénominateur) doivent être calculés de la même manière et notamment sur la base de la même valeur liquidative.

Les opérations de souscription et de rachat, pour un même nombre de parts, sur la base de la même valeur liquidative et pour un même porteur ou ayant droit économique (dites opérations d'aller-retour) peuvent ne pas être soumises à la *gate*, dès lors que le règlement ou les statuts le prévoient. Cette disposition permet d'éviter qu'un porteur réalisant une opération « d'aller-retour » ne voit son ordre de rachat fractionné alors qu'un ordre de souscription d'un montant équivalent neutralise l'impact de cet ordre de rachat sur l'organisme de placement collectif.

4. Déclenchement des *gates*

Le déclenchement ou non du mécanisme des *gates* prévues dans le règlement ou les statuts de l'organisme de placement collectif est une décision relevant de la responsabilité de la société de gestion. Pour prendre cette décision, le code monétaire et financier précise que la société de gestion doit justifier que « *des circonstances exceptionnelles l'exigent et [que] l'intérêt des [porteurs ou actionnaires] ou du public le commande* ». Le règlement général de l'AMF précise qu'« *il en est ainsi notamment lorsque, indépendamment de la mise en œuvre courante de la stratégie de gestion, les demandes de rachat sont telles qu'au regard des conditions de liquidité de l'actif de la SICAV, du fonds, ou de l'un de ses compartiments, elles ne pourraient être honorées dans des conditions préservant l'intérêt des porteurs et assurant un traitement équitable à ceux-ci, ou lorsque les demandes de rachats se présentent dans des circonstances portant atteinte à l'intégrité du marché* ».

Lorsque les demandes de rachats excèdent le seuil de déclenchement de la *gate*, la société de gestion peut décider d'honorer les demandes de rachats au-delà du plafonnement prévu et exécuter ainsi partiellement ou totalement des ordres qui pourraient être bloqués. Par exemple, si les demandes totales de rachats des parts d'un organisme de placement collectif sont de 15% alors que le seuil de déclenchement de la *gate* est fixé à 10% de l'actif net, la société de gestion peut décider d'honorer les demandes de rachats jusqu'à 12,5% de l'actif net (et donc exécuter 83,3% des demandes de rachats au lieu de 66,66% si elle appliquait strictement le plafonnement à 10%).

Dans ce cas, la décision et les conditions de déclenchement de la *gate* (ou de non activation lorsque le seuil défini dans le règlement et les statuts est atteint) **doivent être documentées** par la société de gestion et ces documents être tenus à la disposition de l'AMF. En particulier, lors du déclenchement d'une *gate*, la société de gestion doit justifier de son appréciation des conditions de marché à l'origine de sa décision.

Par ailleurs, l'application des *gates* ne doit pas être différente en fonction des porteurs ayant formulé une demande de rachat sur une même valeur liquidative car la société de gestion doit mettre en œuvre les *gates* dans le respect du principe d'équité de traitement entre les porteurs et éviter les risques de conflit d'intérêts.

5. Information de l'AMF lors du déclenchement d'une *gate*

Dès lors qu'elle a déclenché une *gate*, la société de gestion doit en **informer l'AMF dans les plus brefs délais**. Pour rappel, les articles L. 621-13-2 et L. 621-13-3 du code monétaire et financier prévoient que l'AMF peut « *exiger qu'il soit mis fin au plafonnement ou à la suspension des rachats de parts ou actions, ou limiter à titre provisoire le recours à de tels plafonnements ou suspensions, par un ou plusieurs organismes de placement collectif, si l'intérêt des porteurs de parts, des actionnaires ou du public le commande* ».

6. Information des porteurs et du public lors du plafonnement des rachats

Les porteurs dont une fraction de l'ordre n'a pas été exécutée doivent en être **informés de manière particulière** et dans les plus brefs délais. Lorsque le règlement ou les statuts de l'organisme de placement collectif prévoient la possibilité pour les porteurs de s'opposer au report de la part non exécutée de son ordre, l'information particulière doit le rappeler et être envoyée dans un délai leur permettant de demander l'annulation immédiate ou différée du report.

Les autres porteurs de l'organisme de placement collectif, le public et les investisseurs potentiels doivent également être informés du déclenchement de la *gate* par tout moyen, et au minimum par une mention explicite sur le site internet de la société de gestion de portefeuille.

Enfin, ce déclenchement de la *gate* doit faire l'objet d'une information **de tous les porteurs de parts ou actionnaires de l'organisme de placement collectif concerné lors de la prochaine information périodique des porteurs.**

7. Durée maximale d'application des *gates*

Le plafonnement des rachats ne peut être introduit qu'à titre provisoire.

Par ailleurs, en l'absence de droit de priorité accordé aux ordres reportés, un ordre peut être reporté et s'échelonner sur un très grand nombre de valeurs liquidatives. Il est ainsi nécessaire que les porteurs aient de la visibilité sur la durée du plafonnement.

Le règlement ou les statuts de l'organisme de placement collectif doivent donc prévoir la durée maximale de la *gate*. Cette durée doit être justifiée au regard de la périodicité de calcul de la valeur liquidative de l'organisme de placement collectif, de son orientation de gestion et de la liquidité des actifs qu'il détient. Elle ne devrait pas dépasser le nombre de valeurs liquidatives défini dans le tableau suivant en fonction de la fréquence de la valeur liquidative de l'organisme de placement collectif :

Fréquence de la valeur liquidative	Nombre maximal de valeurs liquidatives (VL) pour lesquelles un plafonnement des rachats peut être appliqué	Estimation du temps de plafonnement maximal
Quotidienne	20 VL sur 3 mois	1 mois
Hebdomadaire	8 VL sur 6 mois	2 mois
Bimensuelle	5 VL sur 6 mois	2,5 mois
Mensuelle ou inférieure	3 VL sur 6 mois	3 mois

Au plus tard lorsque le délai fixé dans le règlement ou les statuts est atteint, la société de gestion doit mettre fin à la *gate* et envisager une autre solution exceptionnelle qui peut être, notamment, la suspension des rachats ou la liquidation de l'organisme de placement collectif.

8. Traitement et report des ordres non exécutés

La société de gestion doit déterminer et préciser dans le règlement ou les statuts de l'organisme de placement collectif si les ordres non exécutés seront annulés ou reportés automatiquement sur la valeur liquidative suivante, au regard du dispositif global de gestion de la liquidité. Elle doit également tenir compte du risque que les modalités de report n'incitent les porteurs à anticiper leurs demandes de rachat ou à passer des ordres supérieurs à leur souhait en sachant qu'ils seront partiellement exécutés. De surcroît, concernant la possibilité pour un porteur de révoquer un ordre non exécuté, la société de gestion doit s'assurer de la faisabilité opérationnelle du schéma retenu avec les acteurs concernés (dépositaire, centralisateur ...).

Les modalités de traitement et de report des ordres doivent respecter les conditions suivantes :

- Les ordres de rachats doivent être exécutés dans les mêmes proportions pour tous les porteurs ayant demandé un rachat depuis la dernière date de centralisation. Lorsque les ordres dépassant le seuil fixé pour le plafonnement des rachats ne sont pas exécutés, les règles de réduction des ordres doivent assurer un traitement équitable des porteurs sortants ;

- Les ordres de rachats non exécutés sont annulés ou automatiquement reportés sur la prochaine valeur liquidative ;
- La part des ordres de rachats non exécutée et automatiquement reportée peut être révoquée par les porteurs concernés, dans les conditions prévues dans le règlement ou les statuts. Lorsque la société de gestion donne aux porteurs la possibilité de s'opposer au report des ordres non exécutés, elle doit prévoir des modalités de fonctionnement permettant de connaître les ordres de rachat reportés ou révoqués (lorsque le porteur d'oppose au report), dans le respect des préavis prévus par le règlement ou les statuts.

Pour les organismes de placement collectif dont la valeur liquidative est établie plus d'une fois par semaine, la société de gestion ne peut prévoir l'annulation automatique de la part des ordres non exécutée. La part de l'ordre non exécutée est alors reportée sur la prochaine date de centralisation, sauf si, dans les conditions prévues par le règlement ou les statuts, le porteur s'oppose au report de son ordre.

- Les ordres reportés ne sont pas prioritaires sur les nouveaux ordres de rachat passés pour exécution sur la valeur liquidative suivante. Si un fractionnement des rachats est à nouveau activé sur cette valeur liquidative, ils sont donc fractionnés dans les mêmes conditions que les nouveaux ordres.

C'est en fonction de la périodicité d'établissement de la valeur liquidative et en tenant compte des préavis qu'il doit être permis ou non de s'opposer au report d'une partie d'un ordre qui n'a pas été exécutée. La société de gestion doit donc prévoir des modalités de fonctionnement permettant de connaître les ordres de rachat reportés dans le respect des préavis prévus par le règlement ou les statuts.

9. Annulation des ordres ex post et information sur le niveau des ordres

La société de gestion doit s'assurer qu'il n'existe pas de possibilité de modifier les ordres postérieurement à la date de centralisation, y compris par l'intermédiaire de demandes d'annulations qui pourraient être assimilées à des opérations de *late trading*. Par ailleurs, la société de gestion doit observer la plus stricte confidentialité sur le niveau des ordres de souscription et de rachat reçus afin qu'aucun porteur ne puisse bénéficier d'informations sur la probabilité que la *gate* soit déclenchée ou non.