

Position - recommandation AMF n° 2011-25  
Guide du suivi des OPC

Textes de référence : articles L. 214-3, L. 214-15, L. 214-7-4, R. 214-15, R. 214-33-2, R. 214-15-1, R. 214-16, R. 214-22, D. 214-20-3 et D.214-22-1 du code monétaire et financier, articles 311-1, 314-3, 314-12, 411-10, 411-14, 411-20, 411-74, 411-75, 411-76, 411-77, 411-78, 411-79, 411-80 et 411-9 du règlement général de l'AMF.

1.	Procédures de contrôle .....	2
1.1.	Adéquation entre le programme d'activité et les instruments financiers utilisés .....	2
1.2.	Diligences à mener dans le cadre d'une fusion entre des OPCVM conformes et non-conformes aux normes européennes .....	3
1.3.	Diligences à mener en cas d'utilisation de contrats financiers dont le sous-jacent est un indice Immobilier .....	3
1.4.	Diligences à mener en cas de mise en place de « gates » dans les OPCI, les OPCVM déclarés réservés à certains investisseurs (contractuels) et les OPCVM agréés réservés à certains investisseurs (à règles d'investissement allégées) .....	4
2.	Gestion de la fin de vie des OPCVM .....	6
2.1.	Gestion dans l'intérêt des porteurs et seuils d'encours minimum .....	6
2.2.	Traitement des ordres de rachats significatifs, en particulier lorsque l'OPCVM est proche du seuil Réglementaire .....	8
2.3.	Organisation de la liquidation .....	8
2.4.	Règles de valorisation .....	9
3.	Les OPCVM side pocket .....	9
3.1.	L'OPCVM réplique doit-il être agréé par l'AMF ? .....	9
3.2.	Déclaration à l'AMF : contenu et modalités .....	10
3.3.	Les formalités d'information des porteurs ou actionnaires .....	10
3.4.	Quels actifs peuvent être transférés à un OPCVM side pocket ? .....	11
3.5.	Qu'est-ce qu'une gestion extinctive ? .....	11
3.6.	Qu'implique l'identité de nature de l'OPCVM réplique et de l'OPCVM scindé, imposée par les articles D. 214-20-3 et D. 214-22-1 du code monétaire et financier ? .....	11
3.7.	Pourquoi les scissions de FCP bénéficient-elles d'un régime spécifique ? .....	12
3.8.	Les instructions n° 2011-19 et n° 2011-20 sont-elles applicables lors d'une scission décidée en application du deuxième alinéa de l'article L. 214-8-7 du code monétaire et financier ? .....	12
3.9.	Une scission décidée en application de l'article L. 214-8-7 du code monétaire et financier ouvre-t-elle un droit à sortie sans frais au bénéfice des porteurs ou actionnaires de l'OPCVM scindé ? .....	12
3.10.	L'OPCVM réplique peut-il faire l'objet d'une commercialisation ? .....	13
3.11.	Peut-on faire référence à l'historique de performance de l'OPCVM scindé dans des documents (prospectus, documents commerciaux, etc.) relatifs à l'OPCVM réplique ? .....	13
3.12.	Un OPCVM side pocket peut-il lui-même faire l'objet d'une transformation, d'une fusion ou d'une scission ? .....	13
4.	Procédure d'indemnisation amiable .....	13
4.1.	Analyse de l'impact .....	13
4.2.	Dénouement et réparation du préjudice .....	14
5.	Calcul de l'exposition et du risque global .....	15
5.1.	Prise en compte de l'ensemble des instruments financiers dans les calculs d'exposition .....	15
5.2.	Respect des règles imposées par la classification ou définies dans le document d'information clé pour l'investisseur (DICI) et dans le prospectus .....	15
5.3.	Clarification de la notion de risque accessoire .....	16
5.4.	Calcul du risque global dans le cas de stratégies d'arbitrage .....	16
5.5.	Compensation entre instruments financiers à terme sur indice et panier d'actions dans le cadre de la méthode du calcul de l'engagement .....	17
5.6.	Utilisation de la méthode du calcul en VaR dans le cadre du calcul du risque global .....	17
5.7.	Distinction entre VaR historique et VaR ex post .....	17
5.8.	Tests de performance a posteriori (« backtesting ») des modèles de VaR .....	18
6.	Information des porteurs/actionnaires .....	18
6.1.	Détermination de l'objectif de gestion sur la base d'hypothèses de marché réalisées par la société de gestion .....	18
6.2.	Compatibilité de certains types de transformation d'OPCVM ou de certains mouvements de passif avec le respect de l'information délivrée aux porteurs .....	19

<b>6.3. Respect des règles d'information des porteurs : mise à jour de la partie B des OPCVM/OPCI (total des frais prélevés au cours de l'exercice précédent) non passés encore au DICI</b>	<b>19</b>
<b>6.4. Opération de fusion et information délivrée aux porteurs</b> .....	<b>20</b>
<b>6.5. Information des souscripteurs sur le montant garanti de leur placement</b> .....	<b>20</b>
<b>6.6. Cohérence du message délivré dans le document d'information clé pour l'investisseur (DICI) et le prospectus et dans les supports de commercialisation d'un OPCVM</b> .....	<b>21</b>
<b>6.7. Commercialisation des OPCVM / OPCI dédiés à 20 souscripteurs</b> .....	<b>21</b>

Dans le cadre du suivi des OPCVM et OPCI, l'AMF vérifie que les conditions de fonctionnement des OPCVM/OPCI et les stratégies de gestion mises en œuvre sont conformes à leurs documents réglementaires et aux dispositions législatives et réglementaires applicables. Il se distingue des contrôles et enquêtes qui peuvent, par ailleurs, être réalisés par l'AMF.

Dans cette optique, le document :

- rappelle certaines dispositions réglementaires applicables et indique comment elles doivent être interprétées ;
- énonce des recommandations pour leur application ;
- donne des illustrations concrètes de conformité ou de non-conformité à la réglementation.

Les positions ou recommandations présentées dans ce document s'inscrivent dans la continuité de la doctrine déjà externalisée par l'AMF ou appliquée par l'AMF dans le cadre de l'instruction des dossiers d'agrément individuels. Ce document évolutif est complété de manière régulière.

**Sauf lorsque des recommandations sont spécialement identifiées, les éléments de doctrine figurant dans le présent guide sont des positions.**

## **1. Procédures de contrôle**

### **1.1. Adéquation entre le programme d'activité et les instruments financiers utilisés**

Conformément à l'article 311-1 du règlement général de l'AMF, « le dossier [d'agrément d'une société de gestion de portefeuille] comporte notamment un programme d'activité pour chacun des services [qu'elle] entend fournir qui précise les conditions dans lesquelles elle envisage de fournir les services concernés et indique le type d'opérations envisagées et la structure de son organisation. » De plus, la section II du chapitre II du titre Ier de l'instruction n° 2008-03<sup>1</sup> précise que le programme d'activité « est adapté tant en fonction des véhicules gérés (...) qu'en fonction des instruments financiers utilisés dans le cadre de la gestion mise en place par la société (...). »

Il appartient à la société de gestion de veiller à la cohérence entre le type d'instruments financiers et les stratégies de gestion mises en œuvre, d'une part, et l'organisation et les moyens dont elle dispose, d'autre part. Une attention particulière doit être portée à la capacité de la société de gestion à identifier les risques liés aux instruments financiers et stratégies mises en œuvre, et à valoriser de manière précise et indépendante ces instruments financiers. En particulier, l'analyse ne peut pas reposer uniquement sur la qualification juridique (actions, obligations) des titres acquis.

Par exemple, une société de gestion dont le programme d'activité serait limité à la description de procédures liées à l'utilisation d'instruments financiers cotés et d'instruments financiers à terme simples ne pourrait avoir recours, dans le cadre de la gestion de ses OPCVM, à des options exotiques ou à des produits structurés intégrant des dérivés (de type EMTN complexes ou certificats structurés) dans la mesure où les moyens nécessaires à l'exercice de cette activité ne seraient pas décrits dans le

<sup>1</sup> Instruction n° 2008-03 du 8 février 2008 relative aux procédures d'agrément et au programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille et des prestataires de services d'investissement exerçant le service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers à titre accessoire

programme d'activité. En revanche, il lui serait possible de mettre à jour son programme d'activité, sous réserve de l'autorisation préalable de l'AMF, afin de pouvoir exercer une telle activité.

Cas spécifique des dérivés sur indices de fonds alternatifs

Les OPCVM peuvent conclure des dérivés sur indices de fonds alternatifs à condition que le programme d'activité de la société de gestion de portefeuille permette l'intervention sur les contrats financiers aussi appelés « instruments financiers à terme ».

L'utilisation de cette possibilité suppose que la société de gestion de portefeuille contrôle que l'indice répond aux critères permettant de le qualifier d'indice financier conformément à l'article R. 214-28 du code monétaire et financier. La société de gestion de portefeuille doit, dans ce cadre, vérifier avec l'AMF qu'elle dispose d'une organisation et de moyens humains et techniques requis pour l'activité de « multi gestion alternative ».

Enfin, il est rappelé qu'une information adéquate doit également être présente dans le document d'information clé pour l'investisseur<sup>2</sup> et le prospectus de l'OPCVM.

Champ d'application : OPC, mandats

### **1.2. Diligences à mener dans le cadre d'une fusion entre des OPCVM conformes et non-conformes aux normes européennes**

En application de l'article 411-3 du règlement général de l'AMF, un OPCVM conforme aux normes européennes ne peut se transformer en OPCVM non conforme à ces normes.

En revanche, un OPCVM conforme aux normes européennes peut absorber un OPCVM non-conforme aux normes européennes ou un OPCVM conforme aux normes européennes.

Dans le cas où le fonds absorbé est conforme aux normes européennes, la société de gestion doit s'assurer, préalablement à la fusion, que les Etats où ce fonds est commercialisé sont bien des Etats dans lesquels l'OPCVM absorbant est également commercialisé.

Champ d'application : OPCVM à vocation générale

### **1.3. Diligences à mener en cas d'utilisation de contrats financiers dont le sous-jacent est un indice Immobilier**

Pour être éligibles comme sous-jacents de contrats financiers (ou instruments financiers à terme) conclus par les OPCVM et les OPCI, les indices financiers doivent satisfaire aux critères énoncés au III de l'article R214-16 et au II de l'article R.214-22 du code monétaire et financier relatifs à la composition, à la représentativité de l'indice et à son mode de publication.

Parmi les indices financiers existent des indices se rapportant aux transactions immobilières réalisées sur une année dans un pays, une zone géographique ou un secteur donné.

Par ailleurs, afin de satisfaire à ses obligations de valorisation, il est nécessaire que la société de gestion étudie la profondeur et l'efficacité du marché des contrats financiers relatif à l'indice choisi.

En conséquence, cela signifie que la société de gestion doit étudier à la fois la question de l'éligibilité de l'indice à l'actif d'un OPCI mais également la profondeur et l'efficacité du marché auquel il se réfère.

En outre, il est rappelé aux sociétés de gestion qu'avant toute utilisation de ces instruments, elles doivent vérifier qu'une telle utilisation est bien conforme à leur programme d'activité approuvé par l'AMF.

Champ d'application : OPC

<sup>2</sup> Ou le prospectus simplifié pour les OPCVM n'étant pas encore passés au document d'information clé pour l'investisseur.

#### **1.4. Diligences à mener en cas de mise en place de « *gates* » dans les OPC I, les OPCVM déclarés réservés à certains investisseurs (contractuels) et les OPCVM agréés réservés à certains investisseurs (à règles d'investissement allégées)**

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

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

##### 1.4.1 Description dans le prospectus

Le fonctionnement des *gates* doit être décrit de façon précise dans les prospectus des OPCVM/OPCI concernés.

##### 1.4.2 Choix de la méthode retenue

La méthode retenue doit être cohérente avec la structure de l'actif et du passif.

S'agissant du seuil au-delà duquel les *gates* sont activées, il est nécessaire que son niveau ne soit pas de nature à remettre en cause le caractère ouvert de l'OPCVM/OPCI.

Pour un OPCVM, ce point est réputé respecté dès lors que le seuil n'est pas inférieur à 10% de l'actif net pour un OPCVM dont la valeur liquidative est établie mensuellement. Par ailleurs, les sociétés de gestion devront apprécier quelle périodicité d'établissement de la valeur liquidative, lorsque l'OPCVM a également recours à un mécanisme de *gates*, doit être retenue. En effet, alors qu'il est concevable de mettre en place des *gates* à hauteur de 10% de l'actif net avec une fréquence d'établissement de valeur liquidative mensuelle, il est impossible de mettre en place une *gate* à hauteur de 0.5% sur chaque valeur liquidative quotidienne car dans ce cadre, l'OPCVM perdrait son caractère « ouvert ».

Le niveau des ordres qui ne seront pas exécutés doit être déterminé immédiatement à l'issue de la date de centralisation. Ceci répond à la nécessité d'informer les porteurs de parts concernés dans les meilleurs délais et surtout de leur permettre de pouvoir repasser, s'ils le souhaitent, un ordre pour la fraction qui ne sera pas exécutée et dans le respect des préavis (Cf point relatif au traitement des ordres).

Le seuil de déclenchement des *gates* se calcule à partir du montant des rachats, diminué du montant des souscriptions.

- OPCVM/OPCI ne comportant qu'une seule catégorie de parts :

Pour ces OPCVM/OPCI, le calcul de l'activation de la *gate* est réalisé dès la fin de la centralisation des ordres en ramenant les rachats nets des souscriptions, exprimés en nombre de parts, au nombre de parts total de la dernière valeur liquidative. Ce calcul peut également être réalisé en montants dans les conditions ci-dessous.

- OPCVM/OPCI disposant de plusieurs catégories de parts :

Il est possible pour les OPCVM ou pour les OPC I, de mettre un seuil d'activation de la « *gate* » différent en fonction des catégories de part.

Pour ces OPCVM/OPCI, le calcul de l'activation de la *gate* est réalisé dès la fin de la centralisation des ordres. Les rachats nets des souscriptions, exprimés en montant (nombre de parts multiplié par la dernière valeur liquidative), sont ramenés à l'actif net de la dernière valeur liquidative.

Dans la mesure où des valeurs liquidatives indicatives auraient été calculées, elles peuvent être retenues. D'une manière générale, la société doit procéder aux corrections qu'elle estime nécessaire 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.

Les valeurs liquidatives utilisées pour le calcul des rachats nets (numérateur) exprimés en montant sont celles relatives à l'actif net utilisé dans le calcul (dénominateur).

Les opérations d'aller-retour, pour un même nombre de parts, sur la base de la même valeur liquidative et pour un même porteur ou ayant droit économique, ne sont pas comprises dans le calcul des *gates*. Elles peuvent ne pas être soumises au fractionnement des rachats dès lors que le prospectus le prévoit. Cette disposition permet d'éviter qu'un investisseur 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'OPCVM/ OPCI.

#### 1.4.3 Modalités de déclenchement des *gates*

La société de gestion est libre de déclencher le mécanisme des *gates* prévu dans le prospectus. Pour prendre cette décision, elle doit veiller notamment au respect du principe d'égalité de traitement entre porteurs, agir dans le respect de l'intérêt des porteurs restants et éviter les risques de conflit d'intérêts.

La décision de déclenchement des *gates* ne doit être prise que dans l'intérêt des porteurs restants. Les *gates* ne doivent pas être « négociables » par porteur ou par actionnaire sur une même valeur liquidative. En cas de non application des *gates* sur une valeur liquidative, la décision doit être documentée par la société de gestion et tenue à la disposition de l'AMF.

#### 1.4.4 Traitement des ordres

Les ordres dépassant le niveau arrêté pour la *gate* ne sont pas exécutés. Les règles de réduction des ordres doivent assurer un traitement égalitaire des porteurs sortants. Une réduction des ordres dans les mêmes proportions pour tous les porteurs sera généralement le mécanisme le plus adapté. Il devra néanmoins être adapté pour certains schémas complexes de *gates*, comme par exemple les schémas honorant en priorité les ordres dans la limite d'un certain seuil, puis réduisant la part des ordres au delà de ce seuil pour respecter la *gate*. Les sociétés de gestion doivent éventuellement adapter les caractéristiques de leurs parts afin de rendre possibles ces exécutions partielles, au moyen d'une réduction de la valeur de la part ou en les décimalisant en cas de besoin.

Les sociétés de gestion doivent en outre déterminer et préciser dans le prospectus de l'OPCVM/OPCI si les ordres non exécutés seront annulés ou reportés automatiquement sur la valeur liquidative suivante. Ce point doit être apprécié au regard du dispositif global de gestion de la liquidité, et particulièrement sur les conséquences d'un report systématique des ordres de nature à maintenir de façon systématique une demande de rachat dans l'OPCVM/OPCI concerné. Elles doivent également apprécier le risque qu'un dispositif de report automatique n'incite les porteurs à anticiper leurs demandes de rachat pour « prendre rang » dans la file d'attente. Sur ce point elles doivent s'assurer de la faisabilité opérationnelle du schéma retenu avec les acteurs concernés (dépositaire, centralisateur, ...).

Lorsque le dispositif repose sur le report des ordres non exécutés sur la valeur liquidative suivante, les ordres reportés ne sont pas prioritaires sur les nouveaux ordres de rachat passés pour exécution sur cette valeur liquidative. Si le fractionnement des rachats est à nouveau activé sur cette valeur liquidative, ils sont donc fractionnés dans les mêmes conditions que les nouveaux ordres. Ce principe permet là encore d'éviter que des porteurs souhaitant sortir de l'OPCVM/OPCI ne soient pénalisés par l'existence d'ordres de rachats passés antérieurement par d'autres porteurs. Elle réduit également le risque que les porteurs ne soient incités à anticiper leurs ordres de rachat pour « prendre date ».

Compte tenu de la nécessité de repasser ou reporter les ordres, les sociétés de gestion doivent retenir une périodicité d'établissement de la valeur liquidative ainsi que des préavis compatibles avec la possibilité de repasser les ordres, les porteurs ne pouvant être dispensés des préavis impératifs. Les sociétés de gestion doivent donc prévoir des modalités de fonctionnement permettant de connaître les ordres de rachat reportés ou repassés dans le respect des préavis impératif. Les porteurs ne doivent pas être pénalisés en ne pouvant reporter ou repasser leurs ordres sur la valeur liquidative suivante.

Il est en effet nécessaire de pouvoir respecter ce calendrier afin d'être à même d'initier dans les délais nécessaires les opérations sur l'actif (les sous jacents Hedge Funds détenus par exemple) de l'OPCVM.

La mise en place de gates semble délicate, pour des raisons opérationnelles, lorsque la fréquence d'établissement de la valeur liquidative est importante (quotidienne ou hebdomadaire par exemple).

#### 1.4.5 Annulation 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 ne doit pas donner d'informations relatives au niveau des ordres de souscription et de rachat reçus permettant à un porteur de bénéficier d'informations sur la probabilité que la *gate* soit activée ou non.

#### 1.4.6 Information des porteurs

Les porteurs dont une fraction de l'ordre n'a pas été exécutée doivent en être informés dans des délais leur permettant de représenter le solde de leur ordre sur la valeur liquidative suivante en cas d'annulation. Les modalités d'information des porteurs sont prévues dans le prospectus de l'OPCVM.

Champ d'application : OPCI, OPCVM agréés ou déclarés réservés à certains investisseurs (ARIA, OPCVM de fonds alternatifs et déclarés réservés à certains investisseurs (contractuels).

## 2. Gestion de la fin de vie des OPCVM

### 2.1. Gestion dans l'intérêt des porteurs et seuils d'encours minimum

Les seuils minimums d'encours fixés par la réglementation sont faibles : 300.000 € pour les fonds communs de placement et les SICAV. Beaucoup de stratégies de gestion nécessitent des encours beaucoup plus importants pour pouvoir être mises en œuvre dans des conditions conformes à l'intérêt des porteurs. Il appartient à la société de gestion ou à l'OPCVM de prendre les mesures nécessaires pour :

- identifier les situations où l'encours de l'OPCVM est susceptible de devenir trop faible pour permettre une gestion dans l'intérêt des porteurs ;
- définir et mettre en œuvre les mesures permettant de garantir le respect de l'intérêt des porteurs : recherche de nouvelles souscriptions pour maintenir l'encours de l'OPCVM à un niveau suffisant, mutation, fusion ou dissolution de l'OPCVM s'il apparaît impossible de maintenir l'encours à un niveau suffisant.

Il n'est donc pas acceptable d'attendre systématiquement que l'encours de l'OPCVM passe sous le seuil minimum pour étudier les mesures à prendre. Les décisions relatives à l'avenir d'un OPCVM doivent être motivées exclusivement par la recherche de l'intérêt des porteurs de parts et ne doivent en aucun cas faire primer l'intérêt de la société de gestion sur celui des porteurs de parts.

Une société de gestion constate que l'encours d'un fonds diminue de façon régulière et que le passage sous le seuil de 300.000 € semble inévitable. Elle considère que le fonds n'a pas d'avenir commercial et qu'il doit donc être liquidé. Elle considère cependant que la gestion du fonds peut se poursuivre malgré la faiblesse de l'encours. Elle ne souhaite pas apparaître comme étant à l'initiative de cette liquidation car elle craint que cela ne détériore son image auprès de ses clients. Elle décide donc d'attendre que le fonds passe sous le seuil des 300.000 € et y reste pendant plus de 30 jours pour prendre la décision de liquidation. Ceci lui permet de présenter à ses clients la décision de liquidation comme la conséquence directe d'une disposition réglementaire, et non comme une décision de sa part.

Cette approche n'est pas conforme à la réglementation car :

- elle conduit la société de gestion à privilégier son intérêt (image auprès de ses clients) par rapport à celui des porteurs du fonds (qui d'une part sont investis dans un fonds en fin de vie sans le savoir et d'autre part vont subir les conséquences de la fermeture du fonds à toute demande de rachat pendant plusieurs semaines) ;

- l'information donnée aux porteurs n'est pas « claire, exacte et non trompeuse » puisqu'elle présente la liquidation comme la conséquence d'une disposition réglementaire alors qu'il s'agit en réalité d'une décision de la société de gestion.

Par ailleurs, il est rappelé que la stratégie mise en œuvre par l'OPCVM doit rester en toutes circonstances, conforme au prospectus. Le fait que l'encours de l'OPCVM ne permette plus la mise en œuvre de la stratégie doit conduire la société de gestion ou l'OPCVM à s'interroger sur les raisons pour lesquelles cette situation n'a pas été anticipée, et à prendre immédiatement les mesures correctrices nécessaires.

Elle ne justifie pas la mise en place d'une gestion non conforme au prospectus.

La stratégie mise en œuvre par un fonds classé « Actions des pays de la communauté européenne » nécessite un encours minimum de 10 millions d'euros. Le fonds est presque exclusivement détenu par une compagnie d'assurance-vie, qui l'a commercialisé sous forme d'unités de compte à ses clients. La compagnie d'assurance-vie décide de céder ses parts dans le fonds, ce qui se traduit par une diminution très importante de l'encours du fonds, qui reste néanmoins supérieur à 300.000 euros. La société de gestion constate que le fonds n'a plus d'avenir et que la décollecte se poursuit. Elle décide de le gérer en monétaire jusqu'à ce que son encours devienne inférieur à 300.000 euros et de procéder alors à sa liquidation. Elle n'informe pas les porteurs restants de cette décision et de ce changement de stratégie de gestion. Cette approche n'est pas conforme à la réglementation car

- la gestion de l'OPCVM n'est pas conforme au contenu de son prospectus ;
- l'information des porteurs n'est pas « claire, exacte et non trompeuse ».

Si la pérennité à moyen terme de l'OPCVM n'est pas affectée, et que la stratégie de gestion présente un intérêt pour les porteurs actuels ou futurs, le délai de 30 jours prévu par la réglementation peut être utilisé pour s'efforcer de recueillir d'éventuelles souscriptions

En revanche, si la pérennité à moyen terme de l'OPCVM est compromise, ou que la stratégie de gestion prévue par cet OPCVM n'a pas vocation à être poursuivie, il peut être procédé à une mutation de l'OPCVM, en déposant un dossier de demande de mutation (dissolution, fusion, scission, absorption) auprès de l'AMF sans attendre le délai de 30 jours. Conformément à l'article 411-21 du Règlement Général de l'AMF, la réalisation d'une telle mutation est rendue obligatoire lorsque l'actif net est resté pendant 30 jours inférieur à l'actif minimum de l'OPCVM.

- Blocage des opérations de rachat lorsque l'encours d'un OPCVM est passé sous le seuil minimum légal  
De récents dossiers de liquidation d'OPCVM, suite à une diminution de l'encours, ont amené l'AMF à constater que tous les prestataires de services d'investissement n'avaient pas mis en place une organisation apte à assurer le respect des dispositions de l'article 411-21 du règlement général de l'AMF. Il est ainsi rappelé que le blocage des rachats de parts ou d'action doit intervenir dès que le calcul de l'actif net du fonds fait ressortir que les derniers mouvements d'actif ou de passif ont conduit à un franchissement du seuil à la baisse.

Un FCP, dont l'actif net était égal à 350 000 euros à la dernière valeur liquidative et passe à 280 000 euros au moment du calcul de la valeur liquidative, la société de gestion, ne doit plus honorer une demande de rachat à compter de cette date.

Par ailleurs, compte tenu de l'impact pour les porteurs du passage sous le seuil minimum (blocage des rachats), les mesures nécessaires pour anticiper autant que possible une telle situation et en minimiser les impacts pour les porteurs doivent être prises. Le dispositif mentionné dans la partie précédente doit permettre d'atteindre un tel objectif.

L'encours d'une SICAV décroît de manière régulière et le passage sous le seuil de 300 000 € semble probable. La société de gestion attend que ce passage sous le seuil ait eu lieu pour réfléchir aux suites à donner en lien avec les organes de direction de la SICAV. L'exploration des différentes pistes envisagées (fusion, liquidation, relance des souscriptions) prend plusieurs semaines, leur mise en œuvre pratique (agrément de l'AMF, convocation de l'assemblée générale extraordinaire) également. Les actionnaires voient donc leurs demandes de rachat bloquées pendant plusieurs mois. Cette situation n'est pas conforme à la réglementation. Il convient en effet de prendre les mesures nécessaires pour minimiser la durée de blocage des rachats pour les actionnaires.

Il est à noter que le non respect des principes précédemment décrits a conduit certaines sociétés de gestion à effectuer des gestes commerciaux auprès de l'OPCVM ou des porteurs de parts ou d'actions pour compenser la perte subie par ceux-ci du fait des blocages des rachats pendant une période prolongée.

Champ d'application : OPCVM (hors FCPE)

## **2.2. Traitement des ordres de rachats significatifs, en particulier lorsque l'OPCVM est proche du seuil Réglementaire**

Lorsque la société de gestion ou l'OPCVM reçoit des ordres de rachat représentant une proportion importante du passif du fonds et qui par ailleurs sont susceptibles de faire passer l'OPCVM sous le seuil minimum d'actif réglementaire, elle doit vérifier que la capacité à poursuivre la gestion au bénéfice des porteurs restants n'est pas remise en cause par le fait d'honorer les ordres reçus afin d'éviter que le règlement des ordres de rachats ne se traduise par une inégalité de traitement entre les porteurs ayant demandé le rachat de leurs parts (ou actions) et les porteurs restés au sein de l'OPCVM.

Ainsi, une société de gestion qui recevrait un ordre de rachat à hauteur de 60% de l'actif, alors que le dernier actif net est évalué à 1 200 000 EUR, devrait s'assurer qu'elle est en mesure de continuer à gérer l'OPCVM avec un actif net considérablement réduit. Si ce n'est pas le cas, elle peut, en application de l'article L.214-7-4 ou L.214-8-7 du code monétaire et financier, procéder à une suspension des rachats dans l'intérêt des porteurs de parts ou d'actions. Elle doit alors prendre dans les plus brefs délais les décisions nécessaires à la reprise de ces rachats ou à la dissolution de l'OPCVM.

Enfin, si les rachats concernés sont le fait d'une entité liée à la société de gestion ou d'un client significatif, alors il convient d'être particulièrement vigilant sur l'identification et le traitement des conflits d'intérêt résultant de cette situation.

Un porteur (filiale de la société de gestion) représentant 50% de l'encours d'un OPCVM demande le rachat de ses parts. La société de gestion sait que l'exécution de cet ordre fait passer l'OPCVM en dessous du seuil réglementaire. Dans ce cadre, elle doit donc prendre les dispositions nécessaires de façon à ce que la sortie de ce porteur ne mette pas les autres porteurs dans une situation qui les pénaliserait.

Champ d'application : OPC

## **2.3. Organisation de la liquidation**

Dès lors qu'une décision de dissolution a été prise et que les conditions de réalisation des actifs nécessitent une évolution de la politique d'investissement, celle-ci doit être communiquée aux porteurs de parts à l'occasion de l'annonce de la dissolution. Cette information est préalablement validée par l'AMF dans le cadre du dossier de mutation.

Par ailleurs, il convient de souligner qu'informer de façon sélective certains des porteurs de l'OPCVM d'un éventuel et prochain passage sous le seuil d'actif net réglementaire est susceptible de constituer une rupture de l'égalité de traitement des porteurs, de nature à engager la responsabilité de la société de gestion ou de l'OPCVM. Une liquidation organisée de l'OPCVM, sur décision de la société de gestion ou des organes de direction de l'OPCVM, constitue le plus souvent une solution présentant des risques de litige plus réduits.

L'encours d'un FCP se rapproche des 300 000 euros, la société de gestion en informe les deux plus importants porteurs du fonds qui représentent à eux deux plus de 50% des encours et qui de ce fait passent un ordre de rachat qui fait passer l'OPCVM sous le seuil des 300 000 euros. Cette pratique n'est pas conforme à la réglementation car la société de gestion a donné une information à certains porteurs de parts qui sont sortis du fonds alors que ceux qui n'ont pas eu cette information sont désormais bloqués dans le fonds jusqu'à ce que la société de gestion prenne une décision sur l'avenir du fonds.

Champ d'application : OPC



## 2.4. Règles de valorisation

Dans les conditions de décollecte, il est important que les méthodes de valorisation des actifs de l'OPCVM soient bien définies de façon à ce que les porteurs de parts sortent sur une valeur liquidative correspondant à la réalité du marché.

La société de gestion ou l'OPCVM doit, dans ce type de situation et notamment de forte décollecte, s'assurer que les positions de bilan et de hors-bilan sont respectivement cédées ou résiliées dans des modalités compatibles avec les principes de valorisation de l'OPCVM. En effet, à défaut d'une adéquation fine entre les prix de cession des actifs et les conditions de valorisation, les porteurs restants sont susceptibles de subir des expositions au marché fortement limitées ou au contraire amplifiées pendant la durée de débouclage des positions, conduisant à des impacts majeurs sur la valeur liquidative de l'OPCVM.

Si un OPCVM répliquant le CAC 40 subit des rachats totalisant 95% de l'actif, et qu'un écart de 1% est enregistré entre les cours retenus pour la valorisation de l'OPCVM et ceux auxquels les cessions sont effectuées, alors cet écart sera répercuté sur les porteurs représentant 5% de l'actif, et aura donc pour ces porteurs un impact 20 fois supérieur à celui de la simple variation du marché. L'écart initial de 1% aura donc un impact de 20% pour les porteurs restants.

Champ d'application : OPC

Les principes et exemples énoncés ci-dessus s'appliquent aux OPCl en fonction de la spécificité de chaque produit.

## 3. Les OPCVM side pocket

Lors des scissions d'OPCVM décidées en application de l'article L. 214-8-7 du code monétaire et financier, deux OPCVM sont créés, l'un destiné à recevoir les actifs dont la cession ne serait pas conforme à l'intérêt des porteurs ou actionnaires (« OPCVM *side pocket* »), l'autre destiné à recevoir les autres actifs de l'OPCVM scindé (« OPCVM réplique »).

Une telle scission est destinée à faire face à une situation exceptionnelle affectant certains actifs de l'OPCVM. Aussi, la décision de recourir à la création d'un OPCVM *side pocket* doit elle-même rester exceptionnelle et ne concerner que quelques actifs identifiés.

### Recommandation :

Préalablement à la création d'un OPCVM *side pocket*, il est conseillé à l'OPCVM ou sa société de gestion de prendre contact avec les services de l'AMF afin de préparer le processus de déclaration à l'AMF et d'information des porteurs ou actionnaires.

### 3.1. L'OPCVM réplique doit-il être agréé par l'AMF ?

L'article L. 214-8-7 du code monétaire et financier disposent que la scission n'est pas agréée par l'AMF, mais lui est déclarée sans délai.

En conséquence, sous réserve que l'OPCVM réplique ne se distingue de l'OPCVM scindé que par l'absence, dans la composition de son actif, des actifs transférés à l'OPCVM *side pocket*, l'OPCVM réplique créé lors de cette scission ne fait pas l'objet d'une nouvelle procédure d'agrément par l'AMF ; il bénéficie de l'agrément de l'OPCVM scindé.

En revanche, si l'OPCVM réplique présente, notamment dans sa stratégie d'investissement ou dans son fonctionnement, d'autres différences avec l'OPCVM scindé, il est soumis, en particulier en matière d'information des porteurs, de sortie sans frais ou d'agrément de l'AMF, aux règles applicables lors des transformations d'OPCVM.

### 3.2. Déclaration à l'AMF : contenu et modalités

Une scission décidée en application de l'article L. 214-8-7 du code monétaire et financier doit être déclarée sans délai à l'AMF.

Cette déclaration comprend :

- une copie de la décision de scission, c'est-à-dire le procès verbal de l'assemblée générale extraordinaire de la SICAV dont la scission a été décidée ou la copie de la décision de la société de gestion du FCP dont la scission a été décidée ;
- la liste des actifs transférés à l'OPCVM *side pocket* ;
- une note technique justifiant le périmètre des actifs transférés à l'OPCVM *side pocket* ;
- le rapport justifiant la décision de scission et en détaillant les modalités, devant être transmis aux porteurs ou actionnaires, et mentionné aux articles D. 214-20-3 et D. 214-22-1 du code monétaire et financier ;
- les prospectus complets de l'OPCVM réplique et de l'OPCVM *side pocket* ;
- le courrier et tous les documents destinés à informer les porteurs ou actionnaires de la scission, quel que soit le mode de communication envisagé ;
- les attestations de dépôt des fonds des deux OPCVM créés lors de la scission.

Cette déclaration est communiquée à l'AMF par voie électronique ou par courrier.

Cette déclaration vaut déclaration auprès de l'AMF de la création de l'OPCVM *side pocket*, obligatoirement constitué sous la forme d'un OPCVM déclaré réservé à certains investisseurs (contractuel).

Cette déclaration ne dispense pas les OPCVM concernés ou leurs sociétés de gestion de s'acquitter des autres formalités obligatoires dans le cas d'une scission ou d'une création d'OPCVM (formalités Euroclear, déclaration au greffe, etc.).

Enfin, le rapport des contrôleurs légaux est communiqué à l'AMF dès qu'il est établi.

### 3.3. Les formalités d'information des porteurs ou actionnaires

Les articles D. 214-20-3 et D. 214-22-1 du code monétaire et financier prévoient que les porteurs ou actionnaires de l'OPCVM scindé sont immédiatement informés de la scission par l'OPCVM scindé ou sa société de gestion et que le « rapport justifiant la décision de scission et en détaillant les modalités. » leur est transmis.

Cette information est particulière, c'est-à-dire qu'elle doit être portée, de façon individuelle, à la connaissance de chaque porteur ou actionnaire. Elle peut être accompagnée d'une information générale, par diffusion d'un communiqué de presse, par exemple.

Les articles D. 214-20-3 et D. 214-22-1 du code monétaire et financier disposent également que l'OPCVM scindé ou sa société de gestion met à la disposition des porteurs ou actionnaires les documents réglementaires des deux OPCVM issus de la scission, et :

- les statuts des deux SICAV issues de la scission, lorsque l'OPCVM scindé est une SICAV, ou
- les règlements des deux FCP issus de la scission, accompagnés du rapport des contrôleurs légaux fixant la liste des actifs transférés lors de la scission, lorsque l'OPCVM scindé est un FCP.

Le courrier destiné à informer les porteurs ou actionnaires de la réalisation de la scission indique de quelle manière ils peuvent avoir accès à ces documents, ou les obtenir à leur demande.

Outre les formalités d'information des actionnaires rappelées ci-dessus, la SICAV scindée ou sa société de gestion doit également respecter les dispositions des articles 412-5 et suivants du règlement général de l'AMF relatives à la procédure à suivre en matière de scission d'OPCVM.

### 3.4. Quels actifs peuvent être transférés à un OPCVM *side pocket* ?

L'article L. 214-8-7 du code monétaire et financier n'apportant aucune limitation quant à la nature juridique des actifs pouvant être transférés à un OPCVM *side pocket*, tous les actifs dont la cession ne serait pas conforme à l'intérêt des porteurs ou actionnaires de l'OPCVM scindé peuvent, a priori, être transférés à un OPCVM *side pocket*.

Il appartient à l'OPCVM scindé ou à sa société de gestion de déterminer la liste des actifs devant être transférés à l'OPCVM *side pocket*. Il est toutefois rappelé que la décision de recourir à la création d'un OPCVM *side pocket* doit rester exceptionnelle et ne concerner que quelques actifs identifiés ; ainsi, une simple difficulté de valorisation ou de cession de certains actifs ne conduit pas à considérer que leur cession ne serait pas conforme à l'intérêt des porteurs ou actionnaires.

Par ailleurs, l'OPCVM scindé ou sa société de gestion doit s'assurer que :

- la scission envisagée est possible compte tenu de la situation particulière de l'OPCVM dont la scission est envisagée. L'existence de contrats cadre ou des contrats de prime bokerage conclus par l'OPCVM dont la scission est envisagée, ou la constitution de sûretés par cet OPCVM, peuvent ainsi constituer des obstacles à la réalisation de la scission ;
- les actifs qu'elle souhaite transférer à l'OPCVM *side pocket* peuvent faire l'objet d'un tel transfert. En effet, le transfert de certains types d'actifs peut être soumis à conditions, telles que l'accord d'un cocontractant (instruments financiers à terme conclus de gré à gré, par exemple).

### 3.5. Qu'est-ce qu'une gestion extinctive ?

Les articles D. 214-20-3 et D. 214-22-1 du code monétaire et financier prévoient qu'un OPCVM *side pocket* doit faire l'objet d'une gestion extinctive. Cela signifie que :

- toute gestion active est évidemment exclue. Seuls les actes de gestion destinés à préserver l'intérêt des porteurs et à assurer la liquidation du fonds dans les meilleures conditions sont autorisés ;
- le nombre de parts ou actions d'un OPCVM *side pocket* est déterminé lors de la scission et reste inchangé jusqu'à la liquidation totale de l'OPCVM *side pocket*. En effet, l'OPCVM *side pocket* n'émet pas de nouvelles parts ou actions et n'honore aucune demande de rachat, mais procède à l'amortissement progressif des parts ou actions existantes dans le respect de l'égalité des porteurs.

Lorsque l'OPCVM scindé ou sa société de gestion juge que la cession des actifs transférés à l'OPCVM *side pocket* est de nouveau conforme à l'intérêt des porteurs ou actionnaires, il est procédé à leur cession. L'amortissement des parts ou actions de l'OPCVM *side pocket* peut alors être réalisé immédiatement ou ultérieurement, l'OPCVM *side pocket* devant s'assurer de détenir les liquidités indispensables à la gestion extinctive de ses actifs (pour honorer les appels de marge, par exemple).

Par ailleurs, les conditions de marché ou l'intérêt des porteurs ou actionnaires de l'OPCVM *side pocket* peuvent conduire à ne céder certains actifs qu'à leur échéance.

### 3.6. Qu'implique l'identité de nature de l'OPCVM réplique et de l'OPCVM scindé, imposée par les articles D. 214-20-3 et D. 214-22-1 du code monétaire et financier ?

L'OPCVM réplique doit adopter la même forme juridique que l'OPCVM scindé, mais aussi les mêmes règles d'investissement et de fonctionnement. Ainsi, à titre d'illustration, l'OPCVM réplique créé lors de la scission d'une SICAV à vocation générale doit être une SICAV à vocation générale ; de même l'OPCVM réplique créé lors de la scission d'un FCP agréé réservé à certains investisseurs (ARIA et fonds de fonds alternatifs) doit être un FCP agréé réservé à certains investisseurs (ARIA et fonds de fonds alternatifs), etc.

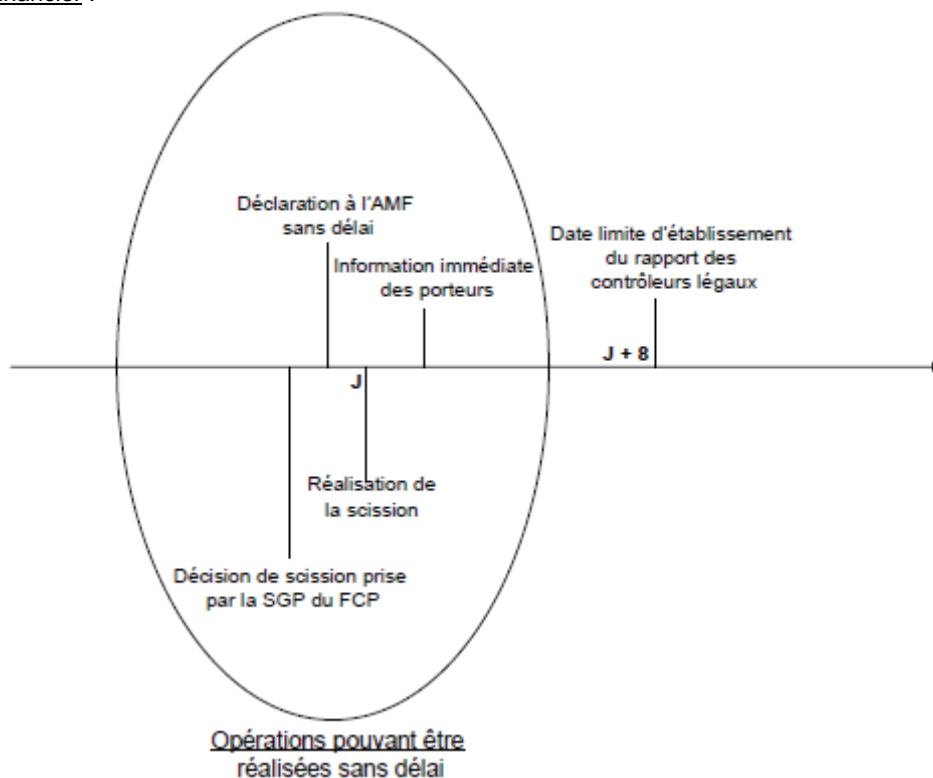
En revanche, l'OPCVM *side pocket* prend toujours la forme d'un OPCVM déclaré réservé à certains investisseurs, conformément aux à l'article L. 214-8-7 du code monétaire et financier.

### 3.7. Pourquoi les scissions de FCP bénéficient-elles d'un régime spécifique ?

Toutes les scissions de SICAV ou de FCP décidées en application de l'article L. 214-8-7 du code monétaire et financier se voient appliquer un régime allégé puisque ces scissions ne sont pas soumises à l'agrément de l'AMF, mais lui sont seulement déclarées.

Néanmoins, seul le régime des scissions de FCP a pu être aménagé par le décret n° 2008-1312 du 12 décembre 2008, car les SICAV demeurent soumises au droit commun des scissions de sociétés anonymes et des SAS prévu par le code de commerce. Les scissions de SICAV demeurent donc soumises au régime existant, tel qu'il est précisé par les articles 412-5 et suivants du RGAMF.

Chronologie d'une scission de FCP décidée en application de l'article L. 214-8-7 du code monétaire et financier :



### 3.8. Les instructions n° 2011-19 et n° 2011-20 sont-elles applicables lors d'une scission décidée en application du deuxième alinéa de l'article L. 214-8-7 du code monétaire et financier ?

Non. Les instructions n° 2011-19 et n° 2011-20 pourront être ultérieurement modifiées afin de tenir compte des dispositions de l'article L. 214-8-7 du code monétaire et financier.

### 3.9. Une scission décidée en application de l'article L. 214-8-7 du code monétaire et financier ouvre-t-elle un droit à sortie sans frais au bénéfice des porteurs ou actionnaires de l'OPCVM scindé ?

Non. Une scission décidée en application de l'article L. 214-8-7 du code monétaire et financier n'emporte pas de modification substantielle des droits des porteurs ou actionnaires, car le porteur ou l'actionnaire de l'OPCVM scindé devient porteur ou actionnaire de deux OPCVM qui, ensemble, combinent les droits dont il disposait auparavant sur un seul OPCVM.

### **3.10. L'OPCVM réplique peut-il faire l'objet d'une commercialisation ?**

Oui. Les conditions de commercialisation de l'OPCVM réplique sont identiques à celle de l'OPCVM scindé.

### **3.11. Peut-on faire référence à l'historique de performance de l'OPCVM scindé dans des documents (prospectus, documents commerciaux, etc.) relatifs à l'OPCVM réplique ?**

Tout d'abord, il convient de souligner que l'OPCVM réplique ne peut constituer d'historique de performance qu'à compter de la date de sa création et qu'il lui est interdit de reprendre l'historique de performance de l'OPCVM scindé ou de chaîner, d'une quelconque manière, son propre historique de performance à celui de l'OPCVM scindé.

En revanche, il est admis, en raison du caractère spécifique de la scission ayant conduit à la création de l'OPCVM réplique, que les documents (prospectus, documents commerciaux, etc.) relatifs à l'OPCVM réplique mentionnent l'historique de performance de l'OPCVM scindé, sous réserve que ces documents indiquent clairement que :

- cet historique de performance n'est pas celui de l'OPCVM réplique,
- l'OPCVM réplique a été créé lors de la scission, décidée afin de créer un OPCVM side pocket, de l'OPCVM dont l'historique de performance est présenté.

### **3.12. Un OPCVM side pocket peut-il lui-même faire l'objet d'une transformation, d'une fusion ou d'une scission ?**

Si la transformation, la fusion ou la scission d'un OPCVM side pocket, obligatoirement constitué sous la forme d'un OPCVM déclaré réservé à certains investisseurs (contractuel), n'est pas explicitement écartée par la loi, la gestion extinctive dont un OPCVM side pocket fait obligatoirement l'objet s'oppose, a priori, à ce qu'il fasse l'objet d'une telle mutation.

Si, exceptionnellement, la fusion ou la scission d'un OPCVM side pocket devait néanmoins être mise en œuvre, elle devrait être justifiée par des considérations spécifiques à la gestion d'un OPCVM side pocket.

## **4. Procédure d'indemnisation amiable**

Les professionnels peuvent adopter des solutions de règlement amiable en dehors de toute action judiciaire en responsabilité. L'AMF encourage ainsi les professionnels concernés à indemniser les personnes qui auraient pu être lésées par d'éventuels manquements à leurs obligations sans qu'il s'agisse d'instituer une obligation en la matière.

L'AMF n'est pas compétente pour intervenir dans la réparation des préjudices subis par les porteurs ou actionnaires d'OPCVM mais elle souhaite être informée par les professionnels concernés des démarches entreprises en matière d'indemnisation amiable.

### **4.1. Analyse de l'impact**

Une société de gestion peut prendre la décision de réparer un préjudice subi par les porteurs/actionnaires d'un OPC en procédant à une indemnisation.

Le préjudice subi par les porteurs/actionnaires peut, par exemple, résulter d'erreurs de valorisation ou de gestion, de non respect des dispositions mentionnées dans le prospectus, etc.

Dès lors que la société de gestion se rend compte qu'un préjudice a été subi par les porteurs/actionnaires d'un de ses OPCVM, il lui est conseillé de se rapprocher du commissaire aux comptes de l'OPCVM, de son dépositaire et de l'Autorité des marchés financiers afin de les informer de ces faits.

La société de gestion devra réaliser une analyse détaillant :

- l'origine de l'erreur, la période sur laquelle elle a été commise et les mesures prises par la société de gestion afin d'éviter que la situation se reproduise ;

- l'impact de l'erreur pour l'OPCVM et chaque porteur ou actionnaire (en montant et en pourcentage de la valeur liquidative) ;
- les mesures correctrices envisagées par la société de gestion pour réparer le préjudice ainsi que les éventuels seuils en deçà desquels elle considère le préjudice comme trop faible pour être indemnisé (le choix du seuil sera raisonnable et déterminé par la société de gestion au regard de la nature de l'OPCVM, des porteurs/actionnaires etc.)

Dans le cadre de l'analyse de l'impact, il est conseillé de tenir compte des mouvements du passif sur la période concernée, de procéder à un nouveau calcul de la valeur liquidative sur la période courant de l'origine de l'erreur à la date de correction et de réparation du préjudice et d'apprécier la significativité de l'impact. La société de gestion devra par ailleurs analyser l'impact de ces changements sur la performance de l'OPCVM sur cette même période.

Prenons l'exemple d'un OPCVM dont la valeur liquidative publiée est erronée (sous-estimée) à la suite d'une erreur de valorisation d'un instrument financier dans lequel l'OPCVM a investi. Dans ce cadre, les porteurs qui sont sortis de l'OPCVM ou qui sont restés dans l'OPCVM pendant la période concernée ont subi un préjudice et le fait que des investisseurs soient entrés dans l'OPCVM sur la base d'une valeur trop faible a également entraîné un préjudice pour l'OPCVM. La société de gestion doit alors prendre en compte dans le calcul de l'indemnisation de l'ensemble de ces cas.

Des lors qu'une anomalie a été détectée, la société de gestion pourra s'attacher à réparer le préjudice subi par l'OPCVM et/ou les porteurs ou actionnaires. Il conviendra notamment de distinguer trois situations : l'indemnisation de l'OPCVM, celle des porteurs/actionnaires ayant souscrits et ceux ayant rachetés leurs parts ou actions.

- Indemnisation de l'OPCVM : Cette indemnisation peut être retenue notamment lorsqu'une perte a été supportée ou lorsque les investisseurs ont souscrit sur la base d'une valeur liquidative erronée et inférieure apportant ainsi moins de capitaux et générant ainsi un préjudice aux porteurs/actionnaires déjà présents.
- Indemnisation des porteurs/actionnaires ayant déjà souscrit sur la base d'une valeur liquidative surestimée.
- Indemnisation des porteurs/actionnaires ayant racheté leurs parts/actions sur la base d'une valeur liquidative sous-estimée. La société de gestion étant responsable de l'établissement et de la publication de la valeur liquidative, elle ne peut, par principe, imposer à un investisseur de compléter une souscription faite sur la base d'une valeur liquidative sous estimée ou restituer un rachat sur la base d'une valeur liquidative sur estimée.

Les indemnisations sont par principe à la charge de la société de gestion et non de l'OPCVM. Dans la mesure où un plan d'indemnisation serait partiellement pris en charge par l'OPCVM lui-même, la société de gestion devra démontrer qu'il se réalise dans le strict intérêt des investisseurs.

#### **4.2. Dénouement et réparation du préjudice**

L'analyse de l'impact achevée, la société de gestion pourra procéder à l'indemnisation de l'OPCVM et des porteurs/actionnaires.

Pour la bonne tenue des dossiers, il est demandé de se rapprocher de l'Autorité des marchés financiers afin de lui transmettre :

- les principes retenus en termes de méthodologie, de calcul et d'effectivité de l'indemnisation, accompagnés de l'appréciation du commissaire aux comptes de l'OPCVM sur ces points ;
- le calendrier prévisionnel de versements des indemnisations accompagné de la liste des porteurs/actionnaires et des intermédiaires si possible ;
- l'information qui sera délivrée aux porteurs/actionnaires ayant subi un préjudice.

Champ d'application : OPC

## 5. Calcul de l'exposition et du risque global

### 5.1. Prise en compte de l'ensemble des instruments financiers dans les calculs d'exposition

Les articles 30 et suivants de l'instruction n° 2011-19<sup>3</sup> définit les différentes classes auxquelles un OPCVM peut appartenir. L'appartenance à une classe donnée est fonction de différents critères, dont le plus souvent un critère d'exposition. Ainsi, un OPCVM appartenant à la classe « Actions françaises » doit-il être exposé à hauteur de 60 % au moins sur le marché des actions françaises.

Comme indiqué à l'article 30-10 de l'instruction n° 2011-19, les calculs d'exposition de l'OPCVM tiennent compte non seulement des investissements directs dans des actifs au comptant mais également des positions sur les marchés à terme. L'objectif de la répartition des OPCVM en différentes classes étant de donner un aperçu de leur sensibilité aux mouvements des différents marchés, il est nécessaire que les dérivés et titres intégrant des dérivés détenus en portefeuille soient pris en compte à hauteur de leur équivalent sous-jacent (« delta »).

De ce fait, le recours à un certificat « reverse » qui donnerait une exposition opposée à la performance d'un indice action viendrait diminuer l'exposition globale aux marchés d'actions. En outre, la contribution de cet instrument à l'exposition ne pourrait être mesurée par la valeur de marché de cet instrument car un tel calcul occulterait la sensibilité de l'instrument au marché sous-jacent.

De plus, il est rappelé que, conformément à l'article 30-10 de l'instruction n° 2011-19, les parts ou actions d'OPCVM détenues par un OPCVM de tête doivent être comptabilisées dans le calcul de l'exposition de cet OPCVM de tête en fonction de leur propre classification.

Par exemple, un OPCVM qui détiendrait au minimum 70 % de son actif dans des OPCVM de classification « Actions françaises » et le solde en instruments du marché monétaire, sans recourir à des dérivés, serait considéré comme étant exposé à hauteur de 70 % aux marchés d'actions françaises et relèverait donc de la classe « Actions françaises »

Champ d'application : OPC

### 5.2. Respect des règles imposées par la classification ou définies dans le document d'information clé pour l'investisseur (DICI) et dans le prospectus

Conformément à l'article 30 de l'instruction n° 2011-19, chaque OPCVM doit mentionner dans son document d'information clé pour l'investisseur (DICI) et son prospectus la classe à laquelle il appartient et se conformer en permanence<sup>4</sup> aux critères de sa classe, définis respectivement aux articles 30-1 à 30-09 de la même instruction.

Les quatre classes « Actions »<sup>5</sup> ont pour point commun une contrainte d'exposition minimale de 60 % sur les marchés d'actions d'une certaine zone géographique.

Afin de respecter l'orientation de ces classes et de veiller à la cohérence d'ensemble de cette famille, l'AMF précise que les OPCVM classés « Actions » doivent être exposés simultanément à 60 % au risque actions au sens large et à 60% au risque actions de la zone géographique qui les concerne.

Ainsi, à titre d'exemple, un OPCVM « Actions de pays de la zone euro » qui investirait 60 % de son actif dans des actions de la zone euro et qui se désensibiliserait au risque actions via une vente de futures sur des actions suisses ne respecterait pas les critères imposés par sa classification puisque l'exposition globale aux marchés d'actions serait inférieure à 60 %.

<sup>3</sup> Ainsi que les articles 30 et suivants des Instructions n° 2011-20 et n° 2011-21

<sup>4</sup> Il convient de noter qu'un dépassement de ratio doit être régularisé dans les meilleurs délais et dans l'intérêt des porteurs.

<sup>5</sup> « Actions françaises », « Actions de pays de la zone euro », « Actions des pays de la Communauté européenne » et « Actions internationales ».

L'AMF souligne, par ailleurs, qu'il est tout à fait possible de mettre en œuvre le type de gestion décrit au paragraphe précédent, ou de se protéger contre une baisse des marchés d'actions, au sein d'OPCVM classés « Diversifiés ». Cette classe n'impose, en effet, aucune limite d'exposition et permet donc de pratiquer des stratégies de gestion de type « *Long short equity* ».

Enfin, il est rappelé que l'ensemble des limites d'exposition et/ou d'investissement définies dans le prospectus, qu'elles soient imposées par la classification ou qu'elles proviennent de règles de gestion spécifiques à l'OPCVM, doivent être respectées en permanence.

Soit un OPCVM « Actions internationales », dont le prospectus affiche une fourchette d'exposition de 70 à 100 % aux marchés d'actions, toutes zones géographiques confondues. Une anticipation de baisse des marchés actions par le gérant ne peut en aucun cas conduire l'OPCVM à s'exposer à moins de 70 % aux marchés d'actions.

Champ d'application : OPCVM

### **5.3. Clarification de la notion de risque accessoire**

Pour certaines classes, les expositions à des risques de change ou de marché autres que ceux de la zone géographique concernée doivent rester accessoires. L'AMF considère, à cet égard, que toute exposition à un risque spécifique dépassant 10 % de l'actif ne pourrait être qualifiée d'accessoire.

Aussi, un OPCVM qui serait exposé à plus de 10 % à des obligations américaines ne pourrait-il être rattaché à la classification « Obligations et autres titres de créance libellés en euro ».

Par ailleurs, l'utilisation de la notion de risque accessoire dans le prospectus doit refléter le caractère marginal de l'exposition en question. La limite de 10 % indiquée précédemment peut se révéler inadaptée pour certaines catégories d'OPCVM ou pour certains types de gestion. Une exposition inférieure à 10 % peut donc ne pas être considérée comme accessoire.

Ainsi, un OPCVM diversifié majoritairement investi en instruments du marché monétaire, qui s'exposerait à des matières premières à hauteur de 8 ou 9 % dans le but de générer de la surperformance, ne pourrait qualifier d'accessoire cette exposition puisqu'elle constituerait dans ce cas un moteur de performance et de risque significatif pour l'OPCVM.

Champ d'application : OPCVM

### **5.4. Calcul du risque global dans le cas de stratégies d'arbitrage**

En application des articles 411-71-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la performance d'un OPCVM utilisant la méthode du calcul de l'engagement est basée sur des risques directionnels et ne doit pas reposer de façon significative sur des arbitrages au sein de ces sources de risque. Dès lors, un OPCVM ayant recours de manière non marginale à des stratégies d'arbitrage, notamment sur les marchés de taux d'intérêt et de change, ne peut calculer son risque global selon la méthode du calcul de l'engagement et doit, de fait, utiliser la méthode du calcul en VaR.

Le caractère « significatif » est laissé à l'appréciation de la société de gestion mais doit reposer sur différents critères tels que la contribution des stratégies d'arbitrage à la performance du fonds ou à son profil de risque. Il ne peut donc pas, dans la grande majorité des cas, reposer exclusivement sur le calcul du pourcentage de l'actif, ou d'exposition alloué à cette stratégie, un tel critère ne permettant pas de s'assurer que la stratégie en question ne constitue pas un des moteurs de performance importants du fonds.

Par exemple, le fait qu'une stratégie d'arbitrage de crédit ne représente que 10 % de l'actif du fonds n'implique pas forcément que la performance ne repose pas significativement sur cette stratégie.

La méthode en engagement peut être utilisée si la proportion d'instruments financiers non standards est « négligeable ».

Champ d'application : OPC



### **5.5. Compensation entre instruments financiers à terme sur indice et panier d'actions dans le cadre de la méthode du calcul de l'engagement**

L'article 411-75 du Règlement Général de l'AMF autorise la compensation entre, d'une part, les positions à terme sur indice et, d'autre part, un panier d'actifs répliquant cet indice. Une compensation est donc possible dès lors qu'un panier d'actifs réplique l'indice sous-jacent à des positions à terme. Il n'est donc pas possible de compenser un dérivé sur indice avec un seul actif.

Soit un OPCVM détenant quasi-exclusivement des actions françaises mise à part une action allemande et ayant une option de vente sur le DAX. Il ne peut y avoir de compensation entre la position vendeuse sur le DAX et l'action allemande au motif que les marchés de référence sont les mêmes, puisque l'action ne réplique pas le DAX.

De plus, il est précisé que la compensation est fonction de la qualité de la réplification. Aussi, lorsque le panier d'actifs ne réplique pas exactement l'indice, la compensation ne peut être totale et doit donc être affectée d'un coefficient de réplification pouvant tenir compte de différents critères tels que la *tracking error*, la corrélation ou le poids des actions dans l'indice. La société de gestion est responsable de la définition du coefficient appliqué et veille à ce que le critère retenu soit cohérent avec la réplification effectivement mise en œuvre.

Si un OPCVM détient 20 actions du CAC 40 et qu'il est par ailleurs vendeur de futures sur l'indice, la position vendeuse peut être en partie compensée avec le panier d'actions détenues, par exemple en tenant compte dans le niveau de compensation appliqué de la corrélation entre les performances respectives du panier de 20 actions et de l'indice.

Champ d'application : OPC

### **5.6. Utilisation de la méthode du calcul en VaR dans le cadre du calcul du risque global**

En application des articles 411-71-1 et suivants du règlement général de l'AMF, un OPCVM calculant son risque global par la méthode de calcul en VaR, peut choisir de définir un portefeuille de référence ayant le même profil de risque (ou la même allocation) que l'OPCVM. La VaR de l'OPCVM est alors comparée à la VaR de ce portefeuille de référence (la VaR relative).

Lorsque la société n'a pas choisi de déterminer un tel portefeuille de référence, le respect des contraintes réglementaires en termes de risque global conduit à comparer la VaR de l'OPCVM à un seuil fixe (VaR absolue).

Il convient de rappeler que :

- ce choix doit être justifié ;
- un OPCVM ne peut pas changer de méthode en cas de non respect de la méthode prédéfinie (cas de « breach ») ;
- si le profil de risque peut être souvent modifié, la VaR relative ne peut pas être utilisée ;
- le portefeuille de référence s'appuie sur un benchmark non « leveragé » (ne présentant pas d'effet de levier)

Champ d'application : OPC

### **5.7. Distinction entre VaR historique et VaR ex post**

L'AMF a pu constater, dans le cadre du suivi des OPCVM et des sociétés de gestion de portefeuille, qu'il pouvait exister une confusion entre les notions de VaR historique et de VaR ex post.

La VaR historique est une des méthodes de calcul de VaR usuellement employées par l'industrie financière. Elle repose sur l'hypothèse selon laquelle la distribution des rendements observée à partir des données historiques se reproduira à l'avenir. Elle consiste à reconstituer l'historique des rendements du

portefeuille statique à partir des rendements historiques – sur le pas de temps considéré – des différents facteurs de risque présents en portefeuille au moment du calcul puis à déterminer le centile de la série obtenue correspondant au seuil de confiance visé.

Si l'on a 250 données historiques et si le niveau de confiance est de 99%, la VaR historique est la 3ème valeur de la liste ordonnée des performances reconstituées du portefeuille.

La VaR ex post, elle, correspond à la perte maximale subie par le portefeuille réel, et donc dynamique, sur un pas de temps et avec un seuil de confiance déterminé, durant une période donnée.

Si la VaR ex post (99 %, 1 jour) d'un OPCVM sur une période d'une année est de 3 %, cela signifie que l'OPCVM a connu une performance quotidienne supérieure à [-3 %] dans 99 % des cas sur l'année écoulée.

En résumé, la VaR historique est une mesure de risque *a priori* (*ex ante*) permettant d'estimer la perte probabilisée d'un portefeuille sur la base de sa composition au moment du calcul alors que la VaR *ex post* est un résultat témoignant du comportement dynamique du portefeuille *a posteriori*.

Champ d'application : OPC

### **5.8. Tests de performance a posteriori (« backtesting ») des modèles de VaR**

Conformément au II de l'article 15 de l'instruction n° 2011-15, des tests de performance a posteriori des modèles de VaR utilisés doivent être réalisés afin de vérifier que les variations de valeur liquidative de l'OPCVM sont cohérentes avec les mesures de risque utilisées.

Le paragraphe qui suit a pour but d'illustrer la manière dont les tests de performance a posteriori peuvent être mis en œuvre et ne vise pas à imposer une méthode particulière de backtesting, celle-ci devant être définie par la société de gestion et adaptée aux stratégies mises en œuvre et aux méthodes utilisées.

Considérons un OPCVM calculant une VaR (99 %, 20 jours) à chaque date de valeur liquidative.

Dans le cadre du « backtesting », la société de gestion de portefeuille peut, par exemple, comparer la performance hebdomadaire de l'OPCVM avec l'estimation de perte probabilisée qui avait été mesurée par la VaR et, ensuite, compter le nombre de fois où la performance a été inférieure à la VaR sur la période considérée. Le pourcentage de dépassements (encore appelés exceptions) ainsi calculé peut alors être comparé au seuil de 20 % (dont il est supposé être très proche), à savoir le seuil de risque correspondant au seuil de confiance utilisé pour le calcul de la VaR (99 %).

En revanche, la comparaison de la VaR ex post de l'OPCVM avec le seuil de risque correspondant au seuil de confiance de la VaR ne saurait, dans la majeure partie des cas, être considérée, bien qu'elle permette une première vérification de cohérence, comme la seule méthode unique et suffisante de test a posteriori pour valider un modèle.

Champ d'application : OPC

## **6. Information des porteurs/actionnaires**

### **6.1. Détermination de l'objectif de gestion sur la base d'hypothèses de marché réalisées par la société de gestion**

La société de gestion doit s'assurer de la cohérence de l'objectif de gestion d'un OPCVM avec la stratégie d'investissement qu'elle compte mettre en œuvre pour l'atteindre, particulièrement lorsqu'elle envisage d'afficher un objectif de performance chiffré. En effet, même si ce dernier ne constitue pas un engagement de résultat, il doit néanmoins être défini sur la base d'hypothèses qui ont des chances raisonnables de se réaliser.

La société de gestion qui réalise des simulations de performances passées dans le but de justifier l'affichage de cet objectif de performance dans le document d'information clé pour l'investisseur (DICI) et dans le prospectus d'un OPCVM doit être en mesure de tenir compte des limites de la simulation réalisée, ainsi que des circonstances particulières (notamment conditions de marchés spécifiques) de la période

sur laquelle ces simulations ont été réalisées. Une cohérence entre l'objectif de performance chiffré et la nature des risques pris à travers la stratégie d'investissement est nécessaire.

Si l'on considère par exemple, que les marchés actions ont un rendement moyen de 7% par an sur une période de 5 années d'investissement, un OPCVM actions, géré à partir d'un modèle quantitatif « *backtesté* » sur une période de trois années de forte hausse des marchés actions faisant ainsi ressortir un « alpha » du gérant égal à 3 %, ne pourrait justifier l'affichage d'un objectif de performance de 10 % par an sur cette seule base.

Champ d'application : OPC

## **6.2. Compatibilité de certains types de transformation d'OPCVM ou de certains mouvements de passif avec le respect de l'information délivrée aux porteurs**

Dans le cadre de certaines transformations d'OPCVM (par exemple, la transformation d'un OPCVM en OPCVM nourricier, la transformation inverse, les fusions), la société de gestion doit s'assurer que les modalités pratiques de mise en œuvre de la transformation ne sont pas de nature à remettre en cause l'exposition dont les porteurs doivent bénéficier en vertu des prospectus antérieur et postérieur à la transformation.

Si l'on prend l'exemple d'un OPCVM indiciel répliquant l'indice CAC 40 gardant la même stratégie mais devenant nourricier d'un OPCVM maître, il paraît naturel que les porteurs de parts ne soient pas, au cours de la transformation, temporairement désensibilisés aux variations de l'indice CAC 40 : ils doivent continuer à bénéficier d'une gestion indicielle sans aucun impact lié aux modalités de transformation (délai de souscription aux parts du maître, VL de souscription, modalités de valorisation).

De même, lorsque ces transformations se traduisent par des mouvements de souscriptions/rachats importants, la société de gestion doit s'assurer :

- d'une part que ces mouvements de passif ne génèrent pas des variations importantes du profil de risque de l'OPCVM pour les porteurs restant pendant la période intermédiaire ;
- d'autre part que ces mouvements de passif ne génèrent pas des coûts de friction trop importants liés aux mouvements de variation des encours.

Ainsi, une société de gestion ayant connaissance de l'intention de certains de ses porteurs de transformer leur exposition directe à un OPCVM en une exposition au même OPCVM via un OPCVM nourricier, devrait mettre en œuvre toute mesure apte à assurer, par exemple, que l'exposition actions de l'OPCVM ne varie pas de façon disproportionnée au cours des désinvestissements et réinvestissements successifs, et que les autres porteurs de l'OPCVM ne supportent pas l'impact des frais de transaction ou commissions de mouvement liés à ces évolutions marquées de la structure du passif.

Champ d'application : OPC

## **6.3. Respect des règles d'information des porteurs : mise à jour de la partie B des OPCVM/OPCI (total des frais prélevés au cours de l'exercice précédent) non passés encore au DICI**

Les conditions et délais de mise à jour de la partie B des OPCVM/OPCI sont les suivantes :

1. « la partie B du prospectus simplifié est actualisée chaque année huit jours ouvrés après la tenue de l'assemblée générale pour les SICAV/SPPICAV, ou dans les trois mois et demi de la clôture pour les FCP/FPI » ;
2. « les OPCVM publient la partie « Présentation des frais facturés à l'OPCVM » à partir du 31/12/2004 et à partir du 31/12/2009 pour les OPCVI. Cette partie est établie sur la base des 12 derniers mois calendaires de ce 1er exercice, même si cet exercice est d'une durée supérieure à douze mois » 7 ;
3. « par ailleurs, l'actualisation de la partie B donne lieu à une information de l'AMF par la mise à jour du prospectus de l'OPCVM sur la base GECO. ».

Les sociétés de gestion qui ne se seraient pas conformées à ces obligations devraient régulariser la situation dans les plus brefs délais.

4. Les OPCVM dont le premier exercice serait d'une durée inférieure à 12 mois doivent renseigner cette partie B en affichant un taux calculé sur la durée de vie du fonds et ramené sur une base annuelle

Par ailleurs, soulignons que la société de gestion est chargée de s'assurer que les dispositions de la partie B sont cohérentes avec l'ensemble de l'information diffusée au sein du prospectus complet.

**Recommandation :**

La partie B statistiques d'un OPCVM/OPCI ne devrait pas présenter un niveau de commissions de gestion directes réellement appliqué supérieur au niveau maximum mentionné au sein du prospectus.

Pour tous les OPC qui ont la possibilité de ne pas passer au DICI (par exemple les fonds dédiés qui ont recueilli l'accord des porteurs ou les fonds à formule fermés à la souscription), la société de gestion a la possibilité de faire disparaître la partie B à condition que les informations relatives aux performances passées et aux frais du produit soient disponibles sur d'autres supports pour les clients.

Champ d'application : OPC

#### **6.4. Opération de fusion et information délivrée aux porteurs**

De manière générale, une fusion est effectuée par échange de parts de l'OPCVM absorbant contre les parts de l'OPCVM absorbé. Bien que cet acte ne soit pas considéré comme une souscription, et ne soit donc pas strictement soumis aux conditions d'accès de l'OPCVM absorbant, la fusion ne doit pas avoir pour objectif de contourner les conditions d'accès à l'OPCVM absorbant. Ainsi, il est de la responsabilité de la société de gestion de s'assurer, précédemment à la mise en place de la fusion, que les conditions d'acquisition des parts ou actions du fonds absorbant sont équivalentes avec les conditions d'acquisition des parts ou actions de l'OPCVM absorbé qui ont prévalu pendant sa commercialisation.

A titre d'exemple, si le montant de souscription de l'OPCVM absorbant est de 100 000 euros alors que le montant de souscription de l'OPCVM absorbé est de 1 000 euros, l'opération de fusion envisagée permettrait aux porteurs du fonds absorbé d'accéder au fonds absorbant alors que les conditions d'accès des deux OPCVM sont différentes. En revanche, si le montant de souscription de l'OPCVM absorbé est de 1 000 euros, et si une opération de mutation est faite sur l'absorbant au préalable de l'opération dans le but d'aligner les conditions d'accès de l'absorbant sur celles qui étaient définies dans l'absorbé, les conditions d'accès aux deux OPCVM sont alors équivalentes et l'opération de fusion peut être envisagée.

Par ailleurs, dans le cas spécifique des fusions dont le fonds absorbant dispose de plusieurs catégories de parts, si les porteurs du fonds absorbé sont transférés vers une seule de ces catégories de parts pour des raisons pratiques, le projet de lettre aux porteurs doit :

- bien mettre en évidence l'existence des autres catégories de parts ;
- offrir la possibilité, pour les porteurs qui répondent aux critères d'investissement, de procéder à un transfert de leurs avoirs vers la catégorie de parts de leur choix afin de profiter de conditions tarifaires le cas échéant plus avantageuses.

Champ d'application : OPC

#### **6.5. Information des souscripteurs sur le montant garanti de leur placement**

Lorsqu'un OPCVM/OPCI ou les porteurs/actionnaires de parts d'un OPCVM/OPCI bénéficient d'une garantie de rachat, il convient d'informer précisément les souscripteurs dans les documents réglementaires du montant de la garantie.

Par exemple, si la garantie ne couvre pas les droits d'entrée, il faut mentionner ce point dans les documents réglementaires. De même, si la garantie s'entend avant fiscalité, ces éléments doivent être clairement identifiés de façon à ce que le souscripteur bénéficie d'une information exacte.

Ce principe s'applique également aux SCPI et aux SOFICA.

Champ d'application : OPC

#### **6.6. Cohérence du message délivré dans le document d'information clé pour l'investisseur (DICI) et le prospectus et dans les supports de commercialisation d'un OPCVM**

La cohérence entre le message délivré dans le document d'information clé pour l'investisseur (DICI) et dans le prospectus fourni lors de la procédure d'agrément de l'OPCVM et celui mis en avant sur les supports de commercialisation doit être en permanence assurée. Une vigilance particulière est requise de la part de la société de gestion sur ce point.

Les documents commerciaux d'un OPCVM qui aurait pour stratégie d'investissement de sélectionner des actions de petites capitalisations appartenant aux pays émergents ne pourraient faire état d'une surperformance par rapport à un indice représentatif d'actions de grandes capitalisations de la zone européenne.

Cette observation peut, par ailleurs, être étendue aux documents d'information réglementaires diffusés par les OPCVM n'établissant pas de document d'information clé pour l'investisseur (DICI) et de prospectus ou par les autres OPC.

Champ d'application : OPC

#### **6.7. Commercialisation des OPCVM / OPCI dédiés à 20 souscripteurs**

Un OPCVM «dédié<sup>6</sup>» ne doit faire l'objet d'aucune cotation, publicité, démarchage ou autre forme de sollicitation au public. Cette catégorie d'investisseurs a donc vocation à accueillir des OPCVM créés à la demande d'un nombre restreint d'investisseurs (20 personnes maximum). Les OPCVM concernés ne peuvent faire l'objet d'aucune commercialisation active, même si celle-ci ne s'adresse qu'à un nombre restreint d'investisseurs.

Par ailleurs, le fait que ces OPCVM soient dédiés implique que leurs documents réglementaires ne sont pas à la disposition du public. Par cohérence, ils ne peuvent être acquis par des OPCVM « tous souscripteurs » puisque cela reviendrait à diffuser dans le public des OPCVM qui ont vocation à être détenus par un nombre restreint d'investisseurs.

Champ d'application : OPC

---

<sup>6</sup> Article 411-12 du règlement général de l'AMF : « [...] L'OPCVM est dédié à 20 porteurs au plus, fixés par le prospectus complet, ou à une catégorie d'investisseurs dont les caractéristiques sont définies précisément par le prospectus complet de l'OPCVM [...] »