



## GUIDE DU SUIVI DES OPC

Textes de référence : articles L. 214-3, L. 214-15, L. 214-7-4, L. 214-8-7, L. 214-24-15, L. 214-24-33, L. 214-24-41, L. 214-190-2-1, L.214-190-3-1, R. 214-15, R. 214-32-23, R. 214-15-1, R. 214-16, R. 214-22, D. 214-22-1, D. 214-5, D. 214-32-12, D. 214-32-15, D. 214-32-31 du code monétaire et financier, articles 316-3, 319-13, 321-2, 321-100, 411-6, 411-10, 411-14, 411-20, 411-74, 411-75 à 411-80, 411-9, 422-7, 422-11, 422-15, 422-21, 422-53 à 422-59 du règlement général de l'AMF et article 44 (3) du règlement (UE) 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016

Dans le cadre du suivi des OPC, l'AMF vérifie que les conditions de fonctionnement des OPC 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.**

Il est précisé que la référence au document d'information clé pour l'investisseur (DICI) doit s'entendre dans ce document comme incluant, lorsque cela est pertinent, la référence au document d'informations clés du règlement (UE) n° 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil du 26 novembre 2014 (dit « PRIIPS »).

### Table des matières

1.	Procédures de contrôle .....	3
1.1.	Adéquation entre le programme d'activité et les instruments financiers utilisés.....	3
1.2.	Diligences à mener dans le cadre d'une fusion entre des OPCVM et des autres placements collectifs.....	4
1.3.	Diligences à mener dans le cadre de la monétarisation d'un OPC appliquant une gestion de type assurance de portefeuille .....	5

<b>1.4. Diligences à mener en cas d'utilisation de contrats financiers dont le sous-jacent est un indice Immobilier</b> .....	5
<b>1.5. Diligences à mener en cas de mise en place de « gates » dans les OPCI, les OPCI professionnels, les fonds professionnels à vocation générale et les fonds de fonds alternatifs</b> .....	5
1.5.1. Description dans le prospectus .....	6
1.5.2. Choix de la méthode retenue.....	6
1.5.3. Modalités de déclenchement des gates.....	7
1.5.4. Traitement des ordres.....	7
1.5.5. Annulation des ordres.....	8
1.5.6. Information des porteurs .....	8
<b>1.6. Diligences à mener dans le cadre du suivi des fonds à formule</b> .....	8
<b>2. Gestion de la fin de vie des OPC</b> .....	9
<b>2.1. Gestion dans l'intérêt des porteurs et seuils d'encours minimum</b> .....	9
<b>2.2. Traitement des ordres de rachats significatifs, en particulier lorsque l'OPC est proche du seuil réglementaire</b> .....	11
<b>2.3. Organisation de la liquidation</b> .....	11
<b>2.4. Règles de valorisation</b> .....	12
<b>2.5. Liquidation des ETF (y compris dans le cadre d'opérations de fusion)</b> .....	12
<b>3. Le dispositif side pocket</b> .....	13
<b>3.1. Déclaration de la scission à l'AMF : contenu et modalités</b> .....	14
<b>3.2. La procédure d'agrément du nouvel OPC</b> .....	15
<b>3.3. L'OPC créé doit-il adopter la même forme juridique que l'OPC scindé ?</b> .....	15
<b>3.4. Les formalités d'information des porteurs ou actionnaires</b> .....	15
<b>3.5. Quels actifs peuvent être conservés par l'OPC scindé ?</b> .....	16
<b>3.6. Qu'est-ce qu'une gestion extinctive ?</b> .....	16
<b>3.7. Les instructions DOC-2011-19,n° DOC-2011-20, DOC-2011-21, DOC-2012-22 et DOC-2012-06, sont-elles applicables lors d'une scission décidée en application du deuxième alinéa des articles L. 214-7-4, L. 214-8-7, L. 214-24-33, L. 214-24-41 L. 214-190-2-1 ou L. 214-190-3-1 du code monétaire et financier ?</b> .....	17
<b>3.8. Une scission décidée en application des articles L. 214-7-4, L. 214-8-7, L. 214-24-33, L. 214-24-41, L. 214-190-2-1 ou L. 214-190-3-1 du code monétaire et financier ouvre-t-elle un droit à sortie sans frais au bénéfice des porteurs ou actionnaires de l'OPC scindé ?</b> .....	17
<b>3.9. Peut-on faire référence à l'historique de performance de l'OPC scindé dans des documents (prospectus, documents commerciaux, etc.) relatifs au nouvel OPC ?</b> .....	17
<b>3.10. Le nouvel OPC créé peut-il lui-même faire l'objet d'une transformation, d'une fusion ou d'une scission ?</b> .....	17
<b>3.11. Les dispositions des articles 423-33 à 423-44 du règlement général de l'AMF continuent-elles à s'appliquer aux fonds professionnels spécialisés constitués en application du deuxième alinéa</b>	

	<b>des articles L. 214-7-4, L. 214-8-7, L. 214-24-33 ou L. 214-24-41 du code monétaire et financier dans leur rédaction antérieure à la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 ?</b> .....	17
4.	Procédure d'indemnisation amiable .....	17
4.1.	<b>Analyse de l'impact</b> .....	18
4.2.	<b>Dénouement et réparation du préjudice</b> .....	19
5.	Classifications, calcul de l'exposition et suivi du risque global .....	19
5.1.	<b>Prise en compte de l'ensemble des instruments financiers dans les calculs d'exposition</b> ...	20
5.2.	<b>Respect des règles imposées par la classification ou définies dans le document d'information clé pour l'investisseur (DICI) et dans le prospectus</b> .....	20
5.3.	<b>Clarification de la notion de risque accessoire</b> .....	21
5.4.	<b>Calcul du risque global dans le cas de stratégies d'arbitrage</b> .....	22
5.5.	<b>Compensation entre instruments financiers à terme sur indice et panier d'actions dans le cadre de la méthode du calcul de l'engagement</b> .....	22
5.6.	<b>Utilisation de la méthode du calcul en VaR dans le cadre du calcul du risque global</b> .....	23
5.7.	<b>Distinction entre VaR historique et VaR ex post</b> .....	23
5.8.	<b>Tests de performance a posteriori (« backtesting ») des modèles de VaR</b> .....	24
6.	Information des porteurs/actionnaires.....	24
6.1.	<b>Détermination de l'objectif de gestion sur la base d'hypothèses de marché réalisées par la société de gestion</b> .....	24
6.2.	<b>Compatibilité de certains types de transformation d'OPCVM ou de certains mouvements de passif avec le respect de l'information délivrée aux porteurs</b> .....	25
6.3.	<b>Opération de fusion et information délivrée aux porteurs</b> .....	25
6.4.	<b>Information des souscripteurs sur le montant garanti de leur placement</b> .....	26
6.5.	<b>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 OPC</b> .....	26
6.6.	<b>Commercialisation des FIA dédiés à 20 souscripteurs</b> .....	26
6.7.	<b>Transformation d'un fonds construit pour un horizon déterminé (hors fonds à formule) ..</b>	27
7.	Suivi des fonds indiciels cotés (ETF) .....	28
8.	Augmentation de capital d'une SCPI, d'une SEF ou d'un GFI .....	28

## 1. PROCEDURES DE CONTROLE

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

Champ d'application : OPC

Conformément aux articles 316-3 et 321-2 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, l'article 6 du chapitre II du titre Ier de l'instruction AMF DOC-2008-03<sup>1</sup> précise que le programme d'activité « est adapté tant en fonction des portefeuilles gérés (...) qu'en fonction des instruments utilisés dans le cadre de la gestion mise en place par la société (...) ».

Il appartient à la société de gestion de portefeuille 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 de portefeuille 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 de portefeuille 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 OPC, 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 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, voire de demander une extension de son agrément afin de pouvoir exercer une telle activité.

#### Cas spécifique des dérivés sur indices de fonds alternatifs

Les OPC 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. 214-16 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 et le prospectus de l'OPC.

## **1.2. Diligences à mener dans le cadre d'une fusion entre des OPCVM et des autres placements collectifs**

Champ d'application : OPCVM

En application de l'article 411-3 du règlement général de l'AMF, un OPCVM ne peut se transformer en un autre placement collectif et ne peut faire l'objet d'une opération ayant des effets équivalents. Ainsi, il apparaît exclu de scinder un OPCVM laissant place à un OPCVM et un autre placement collectif<sup>2</sup>.

En revanche, un OPCVM peut absorber un autre placement collectif ou un OPCVM.

---

<sup>1</sup> Instruction AMF DOC- 2008-03 - Procédures d'agrément des sociétés de gestion de portefeuille, obligations d'information et passeport.

<sup>2</sup> A l'exclusion du régime spécifique des *side-pocket*

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

### **1.3. Diligences à mener dans le cadre dans le cadre de la monétarisation d'un OPC appliquant une gestion de type assurance de portefeuille**

Champ d'application : OPC

Certains OPCVM et FIA suivent une gestion de type assurantiel (ex : CPPI).

Dans ce cas, un des risques associés à ce type de gestion est le risque de monétarisation.

La SGP doit agir dans le meilleur intérêt des investisseurs. Elle doit notamment :

- étudier la probabilité que l'OPCVM ou le FIA puisse à nouveau s'exposer à des actifs risqués ;
- déterminer s'il y a lieu ou non de procéder à une mutation ou à une dissolution de l'OPCVM ou du FIA.

Cette approche doit permettre d'éviter une situation où l'OPCVM ou le FIA devenu monétarisé ne délivrerait par exemple, plus aucune performance, sans qu'aucune perspective d'évolution ne soit envisagée.

De manière générale, toute société de gestion doit s'interroger sur l'opportunité d'accepter des souscriptions dans un OPCVM ou un FIA dont le potentiel de performance est très limité du fait d'un coussin devenu trop faible.

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

Champ d'application : OPC

Pour être éligibles comme sous-jacents de contrats financiers (ou instruments financiers à terme) conclus par les OPC, les indices financiers doivent satisfaire aux critères énoncés au I de l'article R. 214-16 et au I de l'article R. 214-22 ou au I de l'article R. 214-32-25 et au I de l'article R. 214-32-30 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 OPC 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.

Les OPCVM indiciels respectent la position AMF DOC-2013-06 – Fonds cotés et autres questions liées aux OPCVM.

### **1.5. Diligences à mener en cas de mise en place de « gates » dans les OPC, les OPC professionnels, les fonds professionnels à vocation générale et les fonds de fonds alternatifs**

Champ d'application : OPCI/ Organismes professionnels de placement collectif immobilier/ Fonds professionnels à vocation générale/ Fonds de fonds alternatifs

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.

#### 1.5.1. Description dans le prospectus

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

#### 1.5.2. 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* peuvent être activées, il est nécessaire que son niveau ne soit pas de nature à remettre en cause le caractère ouvert des FIA concernés.

Pour un fonds professionnel à vocation générale ou un fonds de fonds alternatifs dont la valeur liquidative est établie mensuellement, ce point est réputé respecté dès lors que le seuil n'est pas inférieur à 10% de son actif net. Par ailleurs, les sociétés de gestion devront apprécier quelle périodicité d'établissement de la valeur liquidative, lorsque le fonds professionnel à vocation générale ou le fonds de fonds alternatifs 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, le fonds professionnel à vocation générale ou le fonds de fonds alternatif perdrait son caractère « ouvert ».

Pour les OPCI, hors organismes professionnels de placement collectif immobilier, les seuils de plafonnement des rachats doivent permettre aux porteurs d'être remboursés à hauteur de 2 % au moins de l'actif net du fonds tous les mois et les demandes de rachat doivent être exécutées et réglées au maximum dans un délai d'un an à compter de la réception de l'ordre, y compris les périodes de préavis. Un tel niveau de *gates* n'est possible que pour un OPCI dont la documentation mentionne explicitement le caractère peu liquide de ses parts ou actions.

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.

- **OPCI/ Organismes professionnels de placement collectif immobilier/ Fonds professionnels à vocation générale/ Fonds de fonds alternatifs** ne comportant qu'une seule catégorie de parts :

Pour ces FIA, 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.

- **OPCI/ Organismes professionnels de placement collectif immobilier/ Fonds professionnels à vocation générale/ Fonds de fonds alternatif** disposant de plusieurs catégories de parts :

Il est possible pour ces FIA, de mettre un seuil d'activation de la « *gate* » différent en fonction des catégories de parts.

Pour ces FIA, 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 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.

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 le FIA.

#### 1.5.3 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.

#### 1.5.4. 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 du FIA 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 le FIA 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 du FIA 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) du FIA.

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).

#### 1.5.5. 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.

#### 1.5.6. 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 du FIA.

### 1.6. Diligences à mener dans le cadre du suivi des fonds à formule

Lorsque la société de gestion de portefeuille fait l'acquisition d'un instrument financier à terme, elle ne doit pas se reposer uniquement sur la valorisation issue de la contrepartie mais effectuer sa propre contre-valorisation. L'écart entre le prix issu de la contrepartie et celui obtenu au travers d'une valorisation interne doit être suivi avec attention tout au long de la vie du fonds afin d'éviter des sauts de valeur liquidative injustifiés<sup>3</sup>, liés à des phénomènes de rattrapages, notamment à l'échéance, lorsque la valorisation des instruments financiers à terme résulte de l'application de la formule contractuelle. En effet, une valorisation inadaptée en cours de vie pourrait mener à ce que des porteurs qui effectuent des rachats pendant cette période, soient pénalisés en raison d'une valorisation trop faible.

---

<sup>3</sup> Sont ici ciblés des mouvements de valeur liquidative qui ne sont pas justifiés. Certains mouvements de valeur liquidative peuvent quant à eux, être inévitables à l'échéance, en raison du spread Bid-Mid lorsque le fonds ne fait pas l'objet d'une valorisation au Bid le dernier jour, par exemple.



## 2. GESTION DE LA FIN DE VIE DES OPC

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

Champ d'application : OPCVM/ Fonds d'investissement à vocation générale/ Fonds de capital investissement/ Fonds de fonds alternatifs/ Fonds professionnels à vocation générale/ Fonds déclarés

Les seuils minimums d'encours fixés par la réglementation sont faibles : 300.000 € pour les fonds communs de placement et les SICAV<sup>4</sup>. 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'OPC de prendre les mesures nécessaires pour :

- identifier les situations où l'encours de l'OPC 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'OPC à un niveau suffisant, mutation, fusion ou dissolution de l'OPC 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'OPC passe sous le seuil minimum pour étudier les mesures à prendre. Les décisions relatives à l'avenir d'un OPC 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'OPC doit rester en toutes circonstances, conforme au prospectus. Le fait que l'encours de l'OPC ne permette plus la mise en œuvre de la stratégie doit conduire la société de gestion ou l'OPC 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.

---

<sup>4</sup> A l'exception des fonds dédiés (article 422-94 du règlement général de l'AMF) et des fonds à formule (articles 411-21, alinéa 4 et 422-22, alinéa 4 du règlement général de l'AMF).

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'OPC 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'OPC 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'OPC est compromise, ou que la stratégie de gestion prévue par cet OPC n'a pas vocation à être poursuivie, il peut être procédé à une mutation de l'OPC, en déposant un dossier de demande de mutation (dissolution, fusion, scission, absorption) auprès de l'AMF sans attendre le délai de 30 jours. Conformément aux articles 411-21 et 422-22 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'OPC.

#### Blocage des opérations de rachat lorsque l'encours d'un OPC est passé sous le seuil minimum légal

Des dossiers de liquidation d'OPC, 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 des articles 411-21 et 422-22 du règlement général de l'AMF.

Il est ainsi rappelé que le blocage des rachats de parts ou d'actions 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.

La société de gestion d'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, 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'OPC 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.

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

Champ d'application : OPC

Lorsque la société de gestion ou l'OPC reçoit des ordres de rachat représentant une proportion importante du passif du fonds et qui par ailleurs sont susceptibles de faire passer l'OPC 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'OPC.

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'OPC avec un actif net considérablement réduit. Si ce n'est pas le cas, elle peut, en application de l'article L.214-7-4, L.214-8-7, L. 214-24-33 ou L. 214-24-41 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'OPC.

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 OPC demande le rachat de ses parts. La société de gestion sait que l'exécution de cet ordre fait passer l'OPC 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.

Afin d'anticiper ce type de problématique, les sociétés de gestion peuvent mettre en place des mécanismes de plafonnement des rachats ou « *gates* » dans les conditions de l'instruction DOC 2017-05.

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

Champ d'application : OPC

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'OPC d'un éventuel et prochain passage sous le seuil d'actif net réglementaire est susceptible de constituer un manquement à l'obligation de traiter les porteurs de parts ou actionnaires équitablement, de nature à engager la responsabilité de la société de gestion ou de l'OPC. Une liquidation organisée de l'OPC, sur décision de la société de gestion ou des organes de direction de l'OPC, 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'OPC 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.

#### **Cas spécifique de la dissolution anticipée/mutation d'un OPC mettant en œuvre une stratégie de portage obligataire (dite « *buy and hold* »)**

Les OPC mettant en place ce type de stratégie ont vocation perdurer jusqu'à l'échéance fixée dans leur documentation légale. Les cas de dissolutions anticipées ne doivent intervenir que dans des circonstances exceptionnelles et doivent pouvoir être justifiées par la société de gestion au regard de l'intérêt des porteurs.

Dans le cadre de la dissolution anticipée / fusion-absorption / mutation d'un fonds mettant en œuvre une stratégie de portage (« *buy & hold* ») avant son échéance, il est nécessaire de faire état d'un certain nombre de points dans l'information adressée aux porteurs. Ainsi, les raisons ayant conduit la société de gestion à prendre cette décision doivent être claires. Celles-ci sont accompagnées d'un tableau synthétique comprenant les éléments suivants :

- Le taux actuariel depuis le lancement en perspective du taux éventuellement fixé au lancement du fonds.
- Le taux actuariel net résiduel jusqu'à l'échéance (intégrant les hypothèses de défauts de la société de gestion)

De manière générale, toute société de gestion doit s'interroger sur l'opportunité d'accepter des souscriptions dans un portefeuille dont la performance est très limitée et d'en modifier la gestion quand bien même l'horizon de placement ne serait pas encore atteint.

## **2.4. Règles de valorisation**

Champ d'application : OPC

Dans les conditions de décollecte, il est important que les méthodes de valorisation des actifs de l'OPC 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'OPC 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'OPC. 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'OPC.

Si un OPC 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'OPC 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.

## **2.5. Liquidation des ETF (y compris dans le cadre d'opérations de fusion)**

Champ d'application : OPC admis aux négociations sur un marché réglementé ou organisé (ETF)

« Les caractéristiques propres aux ETF et aux marchés financiers sur lesquels ils sont négociés (un ou plusieurs marchés) peuvent nécessiter la mise en place de modalités spécifiques lors de la dissolution d'un OPC coté, y compris dans le cadre d'une opération de fusion.

Une vigilance particulière doit ainsi être accordée aux étapes décrites dans la note d'information aux porteurs reprenant les modalités dans lesquelles les ordres de souscription et de rachat sur les deux marchés (secondaire et primaire) vont s'effectuer et éventuellement de delisting (disparition du marché secondaire) de l'OPC.

Compte tenu des spécificités des ETF et des marchés financiers sur lesquels ils sont négociés, une note technique devra être transmise à l'AMF lors de la demande d'agrément au titre de la liquidation, présentant les principaux aspects de l'opération et un calendrier détaillé de réalisation des différentes étapes de l'opération. »

Exemple de pratique<sup>5</sup> :

- Date de suspension des ordres de souscription et de rachat sur les deux marchés (secondaire et primaire) par rapport à la date d'information des porteurs : il est accepté que la suspension des ordres de souscription et de rachat sur les deux marchés de l'ETF ne fasse pas immédiatement suite à l'information des porteurs mais intervienne uniquement à quelques jours de la réalisation de la liquidation. Le règlement ou les statuts de l'ETF devront au préalable être modifiés. Cette modification ne sera pas soumise à l'agrément de l'AMF mais devra faire l'objet d'une information des porteurs par tout moyen.

Ces modalités spécifiques ne soustraient en rien l'OPC à l'obligation du respect du seuil réglementaire de suspension fixé à 300 000 euros : dans l'éventualité où l'actif net de l'OPC passerait en dessous du seuil réglementaire entre la date d'information et la suspension des souscriptions/rachats, la société de gestion serait alors dans l'obligation de procéder à la suspension immédiate des ordres sur le marché primaire ainsi que sur le marché secondaire, conformément à l'article 411-21 du règlement général de l'AMF pour les OPCVM et à l'article 422-22 du règlement général de l'AMF pour les FIA ;

- Date de suspension des ordres de souscription et de rachat du marché primaire par rapport à celle du marché secondaire : deux méthodes sont possibles :

Option 1 : la suspension des ordres de souscription et de rachat sur le marché secondaire (delisting) et sur le marché primaire intervient le même jour, quelques jours ouvrés avant la date effective de réalisation de l'opération

Option 2 : le delisting de l'ETF (disparition du marché secondaire) intervient un à deux jours ouvrés avant la suspension des ordres de souscription et de rachat sur le marché primaire. Ce décalage est pertinent lorsque l'heure quotidienne limite de passage des ordres sur le marché primaire précède l'heure de clôture du marché secondaire. Cette option permet ainsi au teneur de marché d'intervenir sur le marché primaire jusqu'à l'heure de clôture du marché secondaire afin de dénouer ses différentes positions, qui ne seront ainsi pas bloquées jusqu'à la date de réalisation effective de l'opération de dissolution.

Dans le cadre d'opérations de fusion d'ETF, le schéma ci-dessous est généralement appliqué à l'ETF absorbé.

Ces modalités spécifiques ne sont toutefois pas adaptées aux ETF représentant un marché considéré comme peu voire non liquide. Pour ces ETF, la suspension des ordres de souscription et de rachat sur les deux marchés dès diffusion de l'information aux porteurs est le plus souvent mise en place.

### 3. LE DISPOSITIF SIDE POCKET

---

<sup>5</sup> Il s'agit ici d'un exemple de pratique suivie par les acteurs. D'autres manières de procéder existent en fonction notamment des marchés concernés.

Lors des scissions d'OPCVM/ fonds d'investissement à vocation générale (FIVG)/ fonds de capital investissement/ fonds de fonds alternatifs/ fonds professionnels à vocation générale/ fonds professionnels spécialisés/ fonds professionnels de capital investissement/ fonds d'épargne salariale/ organismes de financement spécialisé décidées en application de l'article L. 214-7-4, L. 214-8-7, L. 214-24-33, L. 214-24-41, L. 214-190-2-1 ou L. 214-190-3-1 du code monétaire et financier :

- l'OPC scindé conserve les actifs dont la cession ne serait pas conforme à l'intérêt des porteurs de parts, des actionnaires ou des porteurs de titres de créances (il devient l'OPC « side pocket ») ; et
- un nouvel OPC est créé, destiné à recevoir les actifs autres que ceux dont la cession ne serait pas conforme à l'intérêt des porteurs ou actionnaires, c'est-à-dire les actifs sains.

Une telle scission est destinée à faire face à une situation exceptionnelle affectant certains actifs de l'OPC, lorsque par exemple les conditions de marché ne permettent plus de valoriser dans des conditions raisonnables lesdits actifs détenus par l'OPC. Aussi, la décision d'isoler dans l'OPC scindé les actifs dont la cession ne serait pas conforme à l'intérêt des porteurs ou des actionnaires doit elle-même rester exceptionnelle et ne concerner que quelques actifs identifiés.

Conformément aux articles précités du code monétaire et financier, l'OPC scindé est mis en liquidation dès que le transfert des actifs a été effectué.

**Préalablement au lancement de l'opération de scission « side pocket », l'OPC ou sa société de gestion prend contact avec les services de l'AMF afin de préparer le processus de déclaration à l'AMF, le processus d'agrément le cas échéant du nouvel OPC et de la liquidation de l'OPC scindé, le processus d'information des porteurs ou actionnaires ainsi que le cas échéant le processus de conservation du code ISIN pour le nouvel OPC.**

### **3.1. Déclaration de la scission à l'AMF : contenu et modalités**

Une scission décidée en application des articles L. 214-7-4, L. 214-8-7, L. 214-24-33, L. 214-24-41, L. 214-190-2-1 ou L. 214-190-3-1 du code monétaire et financier doit être déclarée sans délai à l'AMF.

Cette déclaration est effectuée via le formulaire de scission « side pocket » figurant en annexe de l'instruction de l'AMF régissant la création et les modifications de l'OPC concerné (DOC-2011-19, DOC-2011-20, DOC-2011-21, DOC-2011-22 ou DOC-2012-06) ainsi que l'ensemble des pièces jointes listées dans cette annexe.

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

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

En application de l'article R. 236-2 du code de commerce, lorsque l'OPC est constitué sous la forme d'une société, le dépôt au greffe et les formalités de publicité ont lieu trente jours au moins avant la date de la première assemblée générale appelée à statuer sur l'opération.

Enfin, le rapport des commissaires aux comptes est communiqué à l'AMF dès qu'il est établi.

Conformément aux articles D. 214-5, D. 214-8, D. 214-32-12, D. 214-32-15, D. 214-240-6 et D. 214-240-7 du code monétaire et financier, le nouvel OPC destiné à recevoir les actifs autre que ceux dont la cession ne serait pas conforme à l'intérêt des actionnaires ou porteurs est de même nature que l'OPC scindé.

Si l'OPC scindé est un OPC agréé par l'AMF<sup>6</sup>, la déclaration de la scission est accompagnée d'une demande d'agrément du nouvel OPC et d'une demande d'agrément pour l'entrée en liquidation de l'OPC scindé. Ces demandes sont regroupées dans le formulaire précité prévu à cet effet en annexe des instructions DOC-2011-19, DOC-2011-20, DOC-2011-21 et DOC-2011-22.

Si l'OPC scindé est un OPC déclaré à l'AMF<sup>7</sup>, la déclaration de la scission est accompagnée de la déclaration de la constitution du nouvel OPC et de la déclaration de l'entrée en liquidation de l'OPC scindé. Ces demandes sont regroupées dans le formulaire prévu à cet effet en annexe de l'instruction DOC-2012-06.

La procédure de la scission de l'OPC devra s'accompagner de toutes mesures nécessaires pour assurer l'égalité d'information et de traitement des porteurs de parts ou actions telle qu'une suspension des souscriptions et des rachats dans le respect des dispositions législatives et réglementaires entre le lancement de la procédure de scission et la création du nouvel OPC.

### **3.2. La procédure d'agrément du nouvel OPC**

Si l'OPC scindé est un OPC agréé par l'AMF<sup>8</sup>, la création du nouvel OPC bénéficie, au vu des circonstances particulières du dispositif « side pocket », du délai d'agrément raccourci de la procédure d'agrément par analogie, conformément aux articles 411-6 II, 411-10 II, 422-7 II, 422-11 II ou 424-2 II du règlement général de l'AMF.

### **3.3. L'OPC créé doit-il adopter la même forme juridique que l'OPC scindé ?**

L'OPC créé doit adopter la même forme juridique que l'OPC scindé, mais aussi des règles d'investissement et de fonctionnement, un profil de risque et un règlement ou des statuts analogues. Ainsi, à titre d'illustration, l'OPC créé lors de la scission d'une SICAV à vocation générale doit être une SICAV à vocation générale ; de même l'OPC créé lors de la scission d'un FCP professionnel à vocation générale doit être un FCP professionnel à vocation générale.

### **3.4. Les formalités d'information des porteurs ou actionnaires**

Les articles D. 214-5, D. 214-8, D. 214-32-12, D. 214-32-15, D. 214-240-6 et D. 214-240-7 du code monétaire et financier prévoient que les porteurs ou actionnaires de l'OPC scindé sont immédiatement informés de la scission par l'OPC scindé ou sa société de gestion et que le « rapport justifiant la décision de scission et en détaillant les modalités » leur est transmis.

Lorsque l'OPC scindé est un OPC agréé, 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 ou d'une information sur le site internet de la société de gestion, par exemple.

Lorsque l'OPC scindé est un OPC déclaré, le règlement ou les statuts déterminent le mode de diffusion approprié de l'information des porteurs ou actionnaires dans les conditions de l'article 11 de la présente instruction.

---

<sup>6</sup> C'est-à-dire un OPCVM, un FIVG, un fonds de fonds alternatifs, un fonds professionnel à vocation générale, un fonds de capital investissement ou un fonds d'épargne salariale.

<sup>7</sup> C'est-à-dire un fonds professionnel spécialisé, un fonds professionnel de capital investissement ou un organisme de financement spécialisé.

<sup>8</sup> C'est-à-dire un OPCVM, un FIVG, un fonds de fonds alternatifs, un fonds professionnel à vocation générale, un fonds de capital investissement ou un fonds d'épargne salariale.

Les articles D. 214-5, D. 214-8, D. 214-32-12, D. 214-32-15, D. 214-240-6 et D. 214-240-7 du code monétaire et financier disposent également que l'OPC scindé ou sa société de gestion met à la disposition des porteurs ou actionnaires les documents destinés à l'information des porteurs ou actionnaires de l'OPC scindé et du nouvel OPC (prospectus, documents d'information clé pour l'investisseur, ...).

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, le FIA scindé doit également respecter, sans préjudice de la dérogation à la procédure d'agrément de la scission, prévue aux articles L. 214-24-33 ou L. 214-24-41 du code monétaire et financier, les dispositions des articles 422-98 et suivants du règlement général de l'AMF relatives à la procédure à suivre en matière de scission d'OPC.

### **3.5. Quels actifs peuvent être conservés par l'OPC scindé ?**

Les articles L. 214-7-4, L. 214-8-7, L. 214-24-33, L. 214-24-41, L. 214-190-2-1 ou L. 214-190-3-1 du code monétaire et financier n'apportant aucune limitation quant à la nature juridique des actifs pouvant être conservés par un OPC scindé, tous les actifs dont la cession ne serait pas conforme à l'intérêt des porteurs ou actionnaires de l'OPC objet de la scission peuvent, a priori, être conservés par l'OPC scindé.

Il appartient à l'OPC scindé ou à sa société de gestion de déterminer la liste des actifs devant être conservés par l'OPC scindé. Il est toutefois rappelé que la décision de recourir au dispositif « 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'OPC scindé ou sa société de gestion doit s'assurer que :

- la scission envisagée est possible compte tenu de la situation particulière de l'OPC dont la scission est envisagée. L'existence de contrats cadre ou des contrats de prime brokerage conclus par l'OPC dont la scission est envisagée, ou la constitution de sûretés par cet OPC, peuvent ainsi constituer des obstacles à la réalisation de la scission ;
- les actifs qu'il souhaite transférer au nouvel OPC 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).

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

L'OPC scindé 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 de l'OPC scindé est déterminé lors de la scission et reste inchangé jusqu'à sa liquidation totale. En effet, l'OPC scindé 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'OPC scindé ou sa société de gestion juge que la cession des actifs 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'OPC scindé peut alors être réalisé immédiatement ou ultérieurement, l'OPC scindé 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'OPC scindé peuvent conduire à ne céder certains actifs qu'à leur échéance.



**3.7. Les instructions DOC-2011-19, DOC-2011-20, DOC-2011-21, DOC-2012-22 et DOC-2012-06 sont-elles applicables lors d'une scission décidée en application du deuxième alinéa des articles L. 214-7-4, L. 214-8-7, L. 214-24-33, L. 214-24-41, L. 214-190-2-1 ou L. 214-190-3-1 du code monétaire et financier ?**

Oui. Par ailleurs, les instructions DOC-2011-19, DOC-2011-20, DOC-2011-21, DOC-2011-22 et DOC-2012-06 précisent la procédure applicable.

**3.8. Une scission décidée en application des articles L. 214-7-4, L. 214-8-7, L. 214-24-33, L. 214-24-41, L. 214-190-2-1 ou L. 214-190-3-1 du code monétaire et financier ouvre-t-elle un droit à sortie sans frais au bénéfice des porteurs ou actionnaires de l'OPC scindé ?**

Non. Une scission décidée en application des articles L. 214-7-4, L. 214-8-7, L. 214-24-33, L. 214-24-41, L. 214-190-2-1 ou L. 214-190-3-1 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'OPC scindé devient porteur ou actionnaire de deux OPC qui, ensemble, combinent les droits dont il disposait auparavant sur un seul OPC.

**3.9. Peut-on faire référence à l'historique de performance de l'OPC scindé dans des documents (prospectus, documents commerciaux, etc.) relatifs au nouvel OPC ?**

Tout d'abord, il convient de souligner que le nouvel OPC 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'OPC scindé ou de chaîner, d'une quelconque manière, son propre historique de performance à celui de l'OPC scindé.

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

- cet historique de performance n'est pas celui du nouvel OPC,
- le nouvel OPC a été créé lors de la scission décidée en application des articles L. 214-7-4, L. 214-8-7, L. 214-24-33, L. 214-24-41, L.214-190-2-1 ou L.214-190-3-1 du code monétaire et financier.

**3.10. Le nouvel OPC créé peut-il lui-même faire l'objet d'une transformation, d'une fusion ou d'une scission ?**

Le nouvel OPC agréé par l'AMF ou déclaré peut par la suite faire l'objet d'une transformation, d'une fusion, d'une scission ou de toute autre modification dans le respect des conditions applicables.

**3.11. Les dispositions des articles 423-33 à 423-44 du règlement général de l'AMF continuent-elles à s'appliquer aux fonds professionnels spécialisés constitués en application du deuxième alinéa des articles L. 214-7-4, L. 214-8-7, L. 214-24-33 ou L. 214-24-41 du code monétaire et financier dans leur rédaction antérieure à la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 ?**

Oui, conformément au premier alinéa de l'article 423-33 du règlement général de l'AMF.

#### 4. PROCEDURE D'INDEMNISATION AMIABLE

Champ d'application : OPC

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'OPC 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 OPC, il lui est conseillé de se rapprocher du commissaire aux comptes de l'OPC, 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'OPC 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'OPC, 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'OPC sur cette même période.

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

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

- Indemnisation de l'OPC : 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'OPC. Dans la mesure où un plan d'indemnisation serait partiellement pris en charge par l'OPC 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'OPC 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'OPC 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.

### **5. CLASSIFICATIONS, CALCUL DE L'EXPOSITION ET SUIVI DU RISQUE GLOBAL**

A l'exception des classifications « Monétaire court terme », « Monétaires » et « Fonds à formule » visées aux articles 30-7 et 30-8 de l'instruction DOC-2011-19, aux articles 30-7 et 30-9 de l'instruction DOC-2011-20, aux articles 30-7,30-9,30-10 et 30-11 de l'instruction DOC-2011-21 ainsi qu'aux annexes I.1 et III.1 de l'instruction DOC-2012-06, les classifications de fonds auxquelles il est fait référence ci-dessous ne sont maintenues que sur option de l'OPC<sup>9</sup>.

Il est rappelé que pour les OPC ayant choisi de supprimer cette classification ou de ne pas recourir à une classification, l'ensemble des limites d'exposition et/ou d'investissement liées à la classification abandonnée doivent figurer dans les documents réglementaires du fonds. Ces limites, qu'elles proviennent des documents réglementaires ou des règles de gestion spécifiques à l'OPC doivent être respectées en permanence.

Les OPC faisant référence à une des classifications visées (i) aux articles 30-1 à 30-6 de l'instruction DOC-2011-19, (ii) aux articles 30-1 à 30-6 et 30-8 de l'instruction DOC-2011-20 et (iii) aux articles 30-1 à 30-6 de l'instruction DOC-2011-21 ou (iv) aux annexes I.1 et III.1 de l'instruction DOC-2012-06 au sein de leurs documents réglementaires et ayant choisi de ne plus recourir à cette classification, devront supprimer cette mention de leurs documents réglementaires.

Enfin, pour les OPC qui décideraient de ne plus recourir aux classifications, ces derniers devront obligatoirement renseigner sur leur extranet GECO, à partir du moment où ils abandonnent leur classification, une des

---

<sup>9</sup> La classification AMF sera maintenue sans aucune mesure à effectuer de la part de l'OPC.

classifications BCE, telles que désignées ci-dessous aux fins de communication à la Banque de France en vertu du règlement (UE) 1073/2013 relatif aux statistiques sur les actifs et les passifs des fonds d'investissement :

Dénomination
Fonds investis en actions
Fonds investis en obligations
Fonds mixtes
Fonds investis en biens immobiliers
Fonds spéculatifs
Autres fonds

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

Champ d'application : OPCVM/ Fonds d'investissement à vocation générale/ Fonds de fonds alternatifs/ Fonds professionnels à vocation générale/ Fonds d'épargne salariale.

Les articles 30 et suivants de l'instruction DOC-2011-19, de l'instruction DOC-2011-20 et de l'instruction DOC-2011-21 définissent les différentes classifications auxquelles un OPC peut appartenir. L'appartenance à une classification donnée est fonction de différents critères, dont le plus souvent un critère d'exposition. Ainsi, un OPCVM appartenant à la classification « 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 DOC-2011-19, à l'article 30-11 de l'instruction DOC-2011-20 et à l'article 30-12 de l'instruction DOC-2011-21, les calculs d'exposition de l'OPC tiennent compte en plus des investissements physiques, des opérations contractuelles, des contrats financiers ainsi que des titres à dérivés intégrés. L'objectif de la répartition des OPC en différentes classifications 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 DOC-2011-19, à l'article 30-11 de l'instruction DOC-2011-20 et à l'article 30-12 de l'instruction DOC-2011-21, les parts ou actions d'OPC détenues par un OPC de tête doivent être comptabilisées dans le calcul de l'exposition de cet OPC de tête en fonction de leur propre classification.

Par exemple, un OPC qui détiendrait au minimum 70 % de son actif dans des OPC 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 classification « Actions françaises ».

### **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**

Champ d'application : OPCVM/ Fonds d'investissement à vocation générale/ Fonds de capital investissement (FCPR, FCPI et FIP)/ Fonds de fonds alternatifs/ Fonds d'épargne salariale

Conformément à l'article 30 de l'instruction DOC-2011-19 et de l'instruction DOC-2011-20, chaque OPC doit mentionner dans son document d'information clé pour l'investisseur (DICI) et son prospectus la classification à laquelle il appartient et se conformer en permanence aux critères de sa classification, définis respectivement aux articles 30-1 à 30-09 de l'instruction DOC-2011-19 et 30-1 à 30-10 de l'instruction DOC-2011-20.

Les quatre classifications « Actions » 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 classifications et de veiller à la cohérence d'ensemble de cette famille, l'AMF précise que les OPC 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 OPC « 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%.

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'OPC, doivent être respectées en permanence.

Soit un OPC « Actions internationales », dont le prospectus affiche une fourchette d'exposition comprise entre 70 et 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'OPC à s'exposer à moins de 70% aux marchés d'actions.

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

Champ d'application : OPCVM/ Fonds d'investissement à vocation générale/ Fonds de capital investissement (FCPR, FCPI et FIP)/ Fonds de fonds alternatifs/ Fonds professionnels à vocation générale/ Fonds professionnels spécialisés/ Fonds professionnels de capital investissement

Pour certaines classifications, 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 OPC 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'OPC ou pour certains types de gestion. Une exposition inférieure à 10% peut donc ne pas être considérée comme accessoire.

Ainsi, un OPC 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'OPC.

#### **Détention de liquidité à titre accessoire**

Champ d'application : OPCVM/ Fonds d'investissement à vocation générale/ Fonds de capital investissement/ Fonds de fonds alternatifs/ Fonds professionnels à vocation générale/ Fonds d'épargne salariale.

La détention de liquidités à titre accessoire peut se révéler justifiée, entre autres :

- pour faire face aux paiements courants ou exceptionnels ;
- en cas de ventes d'éléments figurant à l'actif du fonds, le temps nécessaire pour réinvestir dans d'autres instruments financiers ;
- dans les cas où, en raison de la situation défavorable du marché et pendant le laps de temps strictement nécessaire, les placements dans des instruments financiers doivent être suspendus.

Conformément au paragraphe 5.3 de la présente position-recommandation, il est considéré, à cet égard, que toute exposition à un risque spécifique dépassant 10% de l'actif ne pourrait être qualifiée d'accessoire. Il est toutefois considéré, lorsque des conditions exceptionnelles sur le marché le justifient, qu'un OPC peut porter cette limite à 20% pour les liquidités. Dans tous les cas, s'agissant des OPCVM, des fonds d'investissement à vocation générale, des fonds professionnels à vocation générale, des fonds de fonds alternatifs et des fonds d'épargne salariale, les liquidités détenues à titre accessoire, cumulées avec l'exposition aux éléments mentionnés au III de l'article R. 214-21 et de l'article R. 214-32-29 du code monétaire et financier, ne peuvent pas dépasser 30%.

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

Champ d'application : OPCVM/ Fonds d'investissement à vocation générale/ Fonds de capital investissement/ OPC/ Fonds de fonds alternatifs/ Fonds d'épargne salariale/ Fonds professionnels à vocation générale.

En application des articles 411-72 et suivants, 422-51 à 422-60 du règlement général de l'AMF, la performance d'un OPC 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 OPC 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 ».

#### **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**

Champ d'application : OPCVM/ Fonds d'investissement à vocation générale/ Fonds de capital investissement/ OPC/ Fonds de fonds alternatifs/ Fonds d'épargne salariale/ Fonds professionnels à vocation générale.

Les articles 411-75, 422-54 et 422-176 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 OPC 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 réplique. 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 réplique 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 réplique effectivement mise en œuvre.

Si un OPC 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.

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

Champ d'application : OPCVM/ Fonds d'investissement à vocation générale/ Fonds de capital investissement/ OPC/ Fonds de fonds alternatifs/ Fonds d'épargne salariale/ Fonds professionnels à vocation générale

En application des articles 411-71-1 et suivants, 422-50 et suivants et 422-176 du règlement général de l'AMF, un OPC 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'OPC. La VaR de l'OPC est alors comparée à la VaR de ce portefeuille de référence (la VaR relative).

Lorsque la société de gestion 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'OPC à un seuil fixe (VaR absolue).

Il convient de rappeler que :

- ce choix doit être justifié ;
- un OPC 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).

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

Champ d'application : OPCVM/ Fonds d'investissement à vocation générale/ Fonds de capital investissement/ OPC/ Fonds de fonds alternatifs/ Fonds d'épargne salariale/ Fonds professionnels à vocation générale.

L'AMF a pu constater, dans le cadre du suivi des OPC 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 OPC sur une période d'une année est de 3 %, cela signifie que l'OPC 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.

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

Champ d'application : OPCVM/ Fonds d'investissement à vocation générale/ Fonds de capital investissement/ OPCI/ Fonds de fonds alternatifs/ Fonds d'épargne salariale/ Fonds professionnels à vocation générale.

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'OPC 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 OPC 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'OPC 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'OPC 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.

## **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**

Champ d'application : OPC

La société de gestion doit s'assurer de la cohérence de l'objectif de gestion d'un OPC 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 OPC 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 OPC 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.

## **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**

Champ d'application : OPC

Dans le cadre de certaines transformations d'OPC (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 indiciaire 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'OPC 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 OPC en une exposition au même OPC via un OPC nourricier, devrait mettre en œuvre toute mesure apte à assurer, par exemple, que l'exposition actions de l'OPC ne varie pas de façon disproportionnée au cours des désinvestissements et réinvestissements successifs, et que les autres porteurs de l'OPC ne supportent pas l'impact des frais de transaction ou commissions de mouvement liés à ces évolutions marquées de la structure du passif.

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

Champ d'application : OPC

De manière générale, une fusion est effectuée par échange de parts de l'OPC absorbant contre les parts de l'OPC 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'OPC absorbant, la fusion ne doit pas avoir pour objectif de contourner les conditions d'accès à l'OPC 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'OPC absorbé qui ont prévalu pendant sa commercialisation.

A titre d'exemple, si le montant de souscription de l'OPC absorbant est de 100 000 euros alors que le montant de souscription de l'OPC 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 OPC sont différentes. En revanche, si le montant de souscription de l'OPC 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 OPC 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.

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

Champ d'application : OPCVM/ Fonds d'investissement à vocation générale/ Fonds de capital investissement/ OPCI/ SCPI/ Fonds de fonds alternatifs/ Fonds professionnels à vocation générale/ OPCI professionnels/ Fonds déclarés/ Fonds d'épargne salariale/ SOFICA.

Lorsqu'un OPC ou les porteurs/actionnaires de parts d'un OPC bénéficient d'une garantie de tout ou partie du capital investi, 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.

Voir aussi la position-recommandation AMF-DOC 2011-24 et la position-recommandation AMF-DOC 2011-05.

#### **6.5. 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 OPC**

Champ d'application : OPC

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'OPC 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 OPC 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 OPC n'établissant pas de document d'information clé pour l'investisseur (DICI) et de prospectus.

#### **6.6. Commercialisation des FIA dédiés à 20 souscripteurs**

Champ d'application : FIA

Un FIA « dédié » 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 FIA créés à la demande d'un nombre restreint d'investisseurs (20 personnes maximum). Les FIA 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 FIA soient dédiés implique que leurs documents réglementaires ne sont pas à la disposition du public. Par cohérence, ils ne peuvent être acquis par des FIA « tous souscripteurs » puisque cela reviendrait à diffuser dans le public des FIA qui ont vocation à être détenus par un nombre restreint d'investisseurs.

## **6.7. Transformation d'un fonds construit pour un horizon déterminé (hors fonds à formule)**

Champ d'application : OPC hors OPC à formule

### La dissolution

Plusieurs projets de dissolution avant la date d'échéance initialement prévue pour la stratégie de gestion mise en œuvre ont été soumis à l'agrément de l'AMF.

La particularité présentée par ces dossiers tient au fait que la dissolution interviendrait avant l'échéance prévue, plaçant les investisseurs en situation d'obtenir le remboursement de leurs parts ou actions avant l'expiration de la période de placement pour laquelle ils avaient souscrit et en fonction de laquelle l'OPC devait être initialement géré. Par ailleurs, lorsque le porteur bénéficie d'une garantie à l'échéance, la dissolution anticipée ne lui permettrait pas de bénéficier de cette garantie dans le calendrier prévu.

Ces dossiers supposent de trouver un équilibre entre la protection de l'investisseur et les contraintes des sociétés de gestion, contraintes qui peuvent devenir telles qu'une dissolution anticipée devient préférable, dans l'intérêt des porteurs, à la poursuite de la gestion. Ceci peut notamment être le cas lorsqu'un fonds mettant en œuvre une stratégie d'assurance de portefeuille est contraint de se monétariser définitivement en raison d'une forte baisse des marchés.

L'AMF examine, pour délivrer son agrément, les conditions dans lesquelles la société de gestion prend en compte l'intérêt des porteurs et le préjudice potentiellement subi par eux, la perte d'opportunité, les coûts de souscription et les autres coûts engendrés par la liquidation.

### La transformation

Certaines sociétés de gestion ont construit et commercialisé des OPC en fonction d'une échéance déterminée et souhaitent transformer ces produits dès leur échéance en des produits de même nature.

Il est souhaitable que ces transformations donnent lieu à un acte positif du porteur afin que ce dernier ne soit pas de nouveau engagé tacitement sur une nouvelle échéance de placement. Cependant, à défaut, il est envisageable de modifier un OPC construit et commercialisé sur une échéance déterminée à l'issue de celle-ci en un produit ayant la même stratégie sur un horizon de temps identique sous plusieurs conditions :

- le nouveau fonds devra laisser un temps raisonnable aux porteurs pour prendre leur décision d'investissement (de conservation de ses parts) en fonction de la périodicité de calcul de la valeur liquidative et ne devra se réexposer aux actifs dynamisant qu'à l'issue de cette période. Durant cette période, le porteur aura la possibilité de vendre des parts sans frais.

#### Exemple :

- o Une période de deux semaines sur un fonds à liquidité hebdomadaire ne paraît pas suffisante.
- o Une période d'un mois sur un fonds à liquidité quotidienne pourrait être envisageable.

- L'information des porteurs de parts, faite par courrier particulier et préalablement à l'échéance du fonds, doit comporter plusieurs éléments. Il doit être précisé que le nouveau placement est conçu dans la continuité du précédent et les modalités de la nouvelle gestion doivent être affichées. Une nouvelle orientation d'investissement doit également être proposée par la société de gestion, deux hypothèses doivent figurer dans la lettre :
  - o Dans l'hypothèse où l'investisseur souhaite récupérer son capital, ou s'il souhaite s'orienter vers un nouveau profil d'investissement, il doit lui être proposé de racheter ses parts.
  - o Si au contraire il souhaite conserver un placement similaire et s'engager de nouveau vers un horizon de placement défini, il lui est indiqué qu'il conserve ses parts et qu'il est automatiquement porteur du nouveau fonds.

## 7. SUIVI DES FONDS INDICIELS COTES (ETF)

### **Recommandation**

**En cas de réduction importante de la liquidité des actifs sous-jacents d'un indice suivi par un ETF ou bien de difficultés importantes de valorisation, il est recommandé à la société de gestion de portefeuille d'informer l'AMF dans les meilleurs délais de son plan d'action et de justifier sa décision, documentée, de suspendre ou de continuer à honorer les souscriptions et les rachats sur le marché primaire, dans le meilleur intérêt des porteurs.**

**Dans le cadre de la gestion des ETF, lorsque le fonds a recours à du prêt/emprunt de titres ou à des instruments financiers à terme négociés de gré à gré, il est recommandé à la société de gestion de portefeuille d'établir un plan d'action intégrant différentes options en termes de gestion de l'ETF en cas de défaut d'une ou plusieurs contreparties, dans le meilleur intérêt des porteurs.**

## 8. AUGMENTATION DE CAPITAL D'UNE SCPI, D'UNE SEF OU D'UN GFI

La société de gestion de SCPI, SEF ou GFI peut prolonger la durée d'une augmentation de capital au-delà de la date initialement prévue. Toutefois, comme un délai indéfini risquerait de porter préjudice aux souscripteurs, à l'expiration de la première prorogation de ce délai, les associés devraient être en mesure, s'ils le souhaitent, d'obtenir la restitution de leurs fonds.

De même, si le montant prévu pour l'opération n'est pas atteint à l'expiration de la période de souscription, la société de gestion peut arrêter le montant de l'augmentation de capital à celui des fonds recueilli. Pour que la souscription soit valablement réalisée, il paraît toutefois nécessaire que les sommes collectées représentent une partie significative de l'augmentation envisagée initialement; un seuil de l'ordre de 75 % devrait être retenu.

La société de gestion de la SCPI, de la SEF ou du GFI qui n'a pas réuni le montant prévu pour une augmentation de capital a donc le choix entre deux solutions, soit proroger le délai dans les conditions précitées, soit arrêter le montant de l'augmentation de capital à celui des fonds recueillis sous réserve que ces fonds représentent un pourcentage significatif et que les souscripteurs soient préalablement informés de cette possibilité.