



MAI 2021

**SYNTHÈSE DE LA REVUE DES
PRATIQUES DE GESTION DU RISQUE
DE LIQUIDITE DES OPCVM DANS LE
CADRE DE L'EXERCICE COORDONNE
PAR L'ESMA**

[amf-france.org](https://www.amf-france.org)

INTRODUCTION

Comme annoncé par l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») dans le cadre de la présentation de ses priorités de supervision pour l'année 2021, l'AMF a pris part à l'exercice de supervision conjointe de la gestion de la liquidité par les fonds UCITS (ou « OPCVM ») (« *CSA UCITS Liquidity* ») coordonné par l'ESMA. La crise sanitaire liée à l'épidémie de Covid-19 et ses effets sur les marchés financiers ont renforcé la conviction qu'il était nécessaire de dresser un état des lieux des pratiques de la gestion du risque de liquidité au sein des fonds UCITS, afin de s'assurer que celles-ci sont conformes aux obligations réglementaires et permettent d'honorer à tout moment les demandes de rachat des porteurs de fonds UCITS. En pratique, sur la base d'une méthodologie définie par l'ESMA, les services de l'AMF ont donc pu (i) effectuer une revue des pratiques de gestion du risque de liquidité sur un échantillon représentatif de sociétés de gestion de portefeuille (« SGP ») et de fonds UCITS, (ii) évaluer le niveau de conformité de ces pratiques avec les obligations réglementaires définies par la directive UCITS 2009/65/CE et ses textes d'application et (iii) identifier des bonnes et mauvaises pratiques dans ce domaine.

En matière d'implémentation opérationnelle, l'exercice a consisté en deux phases reposant sur deux questionnaires ; chaque Autorité nationale compétente (« NCA ») a envoyé dans un premier temps un questionnaire large à la majorité des acteurs de la place (220 SGP en France), puis dans un second temps un questionnaire plus approfondi à un échantillon plus réduit d'acteurs (une cinquantaine en France) et de fonds (cent cinquante OPCVM pour l'AMF) sélectionnés selon une approche par les risques. Les services de l'AMF ont choisi de compléter ce dispositif par (i) une campagne de contrôles SPOT (Supervision des Pratiques Opérationnelle et Thématique) sur quatre acteurs et (ii) des entretiens approfondis menés par les services de l'AMF avec une douzaine d'acteurs au total sur une ou l'autre phase de l'exercice.

Les principales investigations menées par les services portent sur 6 thèmes principaux :

- contrôles préinvestissement sur la liquidité des OPCVM ;
- dispositif global du suivi du risque de liquidité de l'OPCVM et gouvernance de sa SGP ;
- données de marché et hypothèses de liquidation de l'actif de l'OPCVM ;
- prise en compte du risque de besoin de liquidité de l'OPCVM lié aux recours aux dérivés ;
- prise en compte des besoins de liquidité de l'OPCVM liés aux rachats de parts dans la gestion de la liquidité,
- utilisation des outils de gestion de la liquidité dans les OPCVM.

La présente publication intervient après la publication par l'ESMA du communiqué ESMA_34-43-880 du 24 mars 2021. Au-delà de la synthèse des constats au niveau européen et des rappels réglementaires fondamentaux qui figurent dans la publication de l'ESMA, l'AMF a souhaité faire part, dans la présente note, des constats plus opérationnels ressortant de la revue opérée auprès des acteurs du marché français de la gestion d'actifs agréés pour la gestion d'OPCVM.

Ce document ne constitue ni une position, ni une recommandation. Les pratiques identifiées comme 'bonnes' ou 'mauvaises' soulignent des approches constatées lors des contrôles et analyses réalisés et susceptibles de favoriser ou de faire obstacle au respect de la réglementation en matière de gestion du risque de liquidité.

Il convient de noter que les rappels réglementaires de même que les bonnes et mauvaises pratiques qui figurent dans la présente note résultent des constats effectués par les services de l'AMF sur l'ensemble du panel des SGP concernées par les différentes phases de l'exercice de supervision, c'est-à-dire tant dans le cadre des contrôles de type SPOT que dans le cadre de l'exploitation des différents questionnaires collectés et analysés. L'AMF rappelle qu'il reste de la responsabilité de chaque SGP de choisir le mode opératoire permettant de traiter le sujet de la liquidité au niveau des typologies des classes d'actifs, de certains actifs particuliers, le cas échéant, et des portefeuilles.

SOMMAIRE

1. CONTEXTE, PERIMETRE ET ORGANISATION DES TRAVAUX PAR L'AMF.....	4
1.1. CONTEXTE	4
1.2. CALENDRIER ET ORGANISATION DES TRAVAUX PAR L'AMF	4
2. ÉCHANTILLON RETENU ET TRAVAUX MENÉS	5
3. RESUME DES PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS	6
4. REGLEMENTATION APPLICABLE	8
5. CONSTATS ET ANALYSES.....	10
5.1. CONTROLES PREINVESTISSEMENT SUR LA LIQUIDITE DES OPCVM	10
5.2. DISPOSITIF GLOBAL DU SUIVI DU RISQUE DE LIQUIDITE ET GOUVERNANCE	15
5.3. PRISE EN COMPTE DES BESOINS DE LIQUIDITE LIES AUX RACHATS DE PARTS/ ACTIONS D'OPCVM DANS LA GESTION DE LA LIQUIDITE	30
5.4. UTILISATION DES OUTILS DE GESTION DE LA LIQUIDITE DANS LES OPCVM	35

1. CONTEXTE, PERIMETRE ET ORGANISATION DES TRAVAUX PAR L'AMF

1.1. CONTEXTE

L'exercice de supervision conjointe de la gestion de la liquidité par les OPCVM (« *CSA UCITS Liquidity* ») est une demande de la Commission Européenne auprès de l'ESMA et des NCA à la suite notamment des difficultés de liquidité rencontrées par plusieurs OPCVM en 2019. Le cadre général ainsi que les objectifs de l'exercice ont été exposés par l'ESMA dans [un communiqué](#) en janvier 2020. Ces objectifs sont (i) d'identifier les OPCVM qui seraient à risque sur le plan de la liquidité¹ et (ii) d'identifier des gérants qui ne respecteraient pas les exigences réglementaires en matière de gestion du risque de liquidité des OPCVM.

Dans ses orientations sur les simulations de crise de liquidité (*ESMA 34-39-897*), l'ESMA définit le risque de liquidité comme le « *risque qu'une position dans le fonds ne puisse être cédée, liquidée ou clôturée pour un coût limité afin de respecter, à tout moment, les obligations de rachat de parts/actions.* »

À l'issue de cet exercice l'ESMA a publié un communiqué en date du 24 mars 2021².

En matière d'implémentation, l'ESMA était en charge de coordonner l'exercice qui a été exécuté par chaque autorité compétente sur son propre marché.

Il convient de noter que les **orientations de l'ESMA sur les simulations de crise de liquidité** dans les OPCVM et les FIA **n'entraient pas dans le périmètre de cet exercice** puisqu'entrant en application le 30 septembre 2020, elles n'étaient applicables ni au moment où les SGP ont répondu aux questionnaires du présent exercice, ni, le cas échéant, au moment où les contrôles SPOT ont été lancés (voir ci-après).

Pour rappel, ces orientations impliquent en particulier la mise en place de stress tests de liquidité à l'actif, au passif (souscriptions/rachats), sur d'autres types de passifs (y compris appels de marge) et également des scénarios de stress combinant actif et passif :

- à une fréquence cohérente avec les risques, et une fréquence recommandée trimestrielle ;
- spécifiques aux caractéristiques de chaque fonds ;
- impliquant des scénarios historiques et hypothétiques et le cas échéant des simulations de crise inversées (*reverse stress tests*).

Elles prévoient aussi des stress tests cumulés sur plusieurs fonds (capacité de vendre des actifs similaires sur plusieurs fonds).

Dans sa Position 2020-08, l'AMF a déclaré le 16 septembre 2020 se conformer à ces orientations.

1.2. CALENDRIER ET ORGANISATION DES TRAVAUX PAR L'AMF

L'ESMA a décidé d'organiser l'exercice autour de deux phases, devant chacune concerner un certain pourcentage de la population des SGP et des OPCVM sur le marché français :

¹ Les fonds monétaires faisant l'objet de travaux spécifiques au niveau de l'ESMA, cet exercice ne s'est pas focalisé sur cette typologie de fonds.

² <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-assesses-compliance-ucits-liquidity-rules-and-highlights-areas-vigilance>

- une première phase couvrant à minima 80 % des sociétés de gestion d'OPCVM et 95 % des encours d'OPCVM, au cours de laquelle les SGP ont reçu un questionnaire global à la fois qualitatif et quantitatif destiné à identifier des zones de risques potentiels ;
- une seconde phase adressée à un échantillon de SGP identifiées grâce aux analyses de la première phase couvrant à minima 20 % des gérants d'OPCVM et 50 % des encours d'OPCVM, au cours de laquelle un questionnaire plus détaillé leur a été envoyé, servant de base à des analyses et échanges plus approfondis avec les NCA.

À partir des analyses effectuées sur l'ensemble des éléments collectés au cours de ces deux phases, chaque NCA a restitué à l'ESMA, selon un modèle que celle-ci a fourni, ses conclusions sur l'exercice.

A noter que, concernant les cas transfrontaliers (gérant étranger d'un OPCVM français ou réciproquement), il a été décidé de répartir les activités en fonction de la SGP, c'est-à-dire que l'AMF a reçu de l'information relative à l'ensemble des OPCVM gérés par les SGP agréées en France, que les OPCVM soient établis en France ou ailleurs. Réciproquement, les OPCVM agréés en France gérés par une société de gestion étrangère ne figuraient pas dans le champ d'analyse de l'AMF.

2. ÉCHANTILLON RETENU ET TRAVAUX MENÉS

Les principaux travaux effectués durant la première phase ont consisté à analyser les réponses à un premier questionnaire. Ils ont permis d'identifier 55 SGP sur la base de deux principaux critères :

- indicateur n°1 : OPCVM ayant déclaré une liquidation « lente » de leur actif par rapport à leur obligation au passif, sans avoir mis en place d'outils de gestion de la liquidité ;
- indicateur n°2 : OPCVM investissant dans des classes d'actifs présumées illiquides de manière non négligeable mais dont le profil de liquidité déclaré indique une liquidation « rapide », ce qui pourrait laisser craindre l'utilisation d'hypothèses de liquidation trop optimistes.

Les SGP sélectionnées ont été classées en fonction de l'importance du niveau de risque de liquidité estimé et ainsi réparties en trois groupes d'investigation en vue d'une seconde phase :

- Groupe 1 : 4 SGP faisant l'objet de contrôles SPOT :
 - la SGP n°1 est une société de gestion qui gère une large gamme de fonds utilisant des instruments financiers simples et complexes, dont certains peuvent avoir une liquidité réduite. Elle s'adresse à des investisseurs non professionnels et professionnels ;
 - la SGP n°2 est une société de gestion qui gère une large gamme de fonds utilisant des instruments financiers simples et complexes, dont certains peuvent avoir une liquidité réduite. Elle en délègue pour partie la gestion financière. Elle s'adresse à des investisseurs non professionnels et professionnels ;
 - la SGP n°3 est une société de gestion spécialisée dans la gestion d'OPCVM actions, et développant dans une moindre mesure des stratégies d'investissement utilisant des instruments financiers plus complexes. Elle s'adresse essentiellement à des investisseurs professionnels ;
 - la SGP n°4 est une société de gestion qui gère une gamme diversifiée d'OPCVM, essentiellement investie en actions et instruments de taux et n'a pas recours à des instruments financiers complexes. Elle s'adresse à des investisseurs non professionnels et professionnels.

- Groupe 2 : 7 SGP à investiguer de manière approfondie mais ne faisant pas l'objet d'un contrôle SPOT, c'est-à-dire au travers d'échanges téléphoniques et, le cas échéant, de demandes complémentaires. Ces SGP, principalement de petite et moyenne tailles, représentent un encours sous gestion de 50 milliards d'euros, c'est-à-dire 7 % de l'encours total des 55 SGP de l'échantillon sélectionnées à l'issue de la phase 1. Si l'approche par les risques a orienté la majorité des choix de sélection pour un suivi approfondi, un acteur a été sélectionné du fait de la particularité de son activité qui est la gestion d'ETFs.
- Groupe 3 : 44 SGP, moins prioritaires, destinées à compléter l'échantillon. Des investigations veillant à assurer la qualité des données transmises et l'absence de risque significatif identifié ont été menées à cet égard.

La seconde phase de l'exercice a débuté le 30 juin 2020 à l'aide d'un nouveau questionnaire (annexe 2) qui a été envoyé à ces 55 SGP avec une date limite de réponse fixée au 28 juillet. Le questionnaire de la Phase 2 était plus détaillé et ouvert que celui de la première phase et demandait notamment aux SGP concernées de produire des documents (procédures, présentations et comptes-rendus de comités, exemples d'implémentation du dispositif de gestion des risques de liquidité) ainsi que, pour certains OPCVM, un détail ligne à ligne du portefeuille.

En particulier, les contrôles SPOT concernant les 4 SGP du Groupe 1 ont été lancés le 9 juillet 2020 et ont donné lieu à l'envoi de lettres de suite aux SGP concernées, appelant ces dernières à mettre en œuvre des mesures de remédiation lorsque cela était nécessaire.

Les résultats des diligences menées par les services de l'AMF à travers les trois modes d'investigation décrits ci-dessus sont exposés ci-après.

3. RESUME DES PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS

Les diligences de contrôle et d'analyse réalisées par les services de l'AMF ont révélé qu'à l'exception de l'une d'entre elles, les 55 SGP concernées par la phase 2 de l'exercice ont mis en place un dispositif de suivi du risque de liquidité formalisé, dont les caractéristiques et les conditions de mise en œuvre sont décrites au sein de procédures.

Toutefois, les contrôles SPOT opérés ont fait apparaître, à des degrés variables, que les procédures en place ne sont pas pleinement opérationnelles car elles ne prévoient pas avec suffisamment de précision toutes les modalités pratiques de ce suivi, notamment les modalités de formalisation et d'archivage des contrôles réalisés, et des analyses et processus de remédiation ou de remontée d'informations qui sont susceptibles d'en résulter.

En outre, les hypothèses de calcul et les scénarios sur lesquels reposent ces dispositifs de suivi ne sont pas suffisamment justifiés, ou à tout le moins, leur justification n'est pas documentée. Enfin les conditions dans lesquelles la validité de ces hypothèses et scénarios est réévaluée par les SGP ne sont en général pas précisées dans les procédures.

Sur le plan pratique, de manière générale, il ressort des diligences réalisées par les services de l'AMF qu'un nombre significatif des SGP qui effectuent une évaluation préalable de l'impact de leurs investissements sur la liquidité des OPCVM gérés, ne la formalisent pas. Les SGP ayant mis à la disposition de leur fonction de gestion financière un outil permettant la réalisation et la formalisation de telles prévisions sont peu nombreuses. L'absence de diligences

ou de leur bonne formalisation est expliquée alternativement ou cumulativement par la présomption de liquidité³, permise par la réglementation sous certaines conditions, et l'application de plusieurs limites de risques prédéfinies et calibrées afin de maîtriser le risque de liquidité au niveau des OPCVM gérés. Bien que n'ayant pas relevé d'application inappropriée de cette présomption de liquidité⁴, les services de l'AMF relèvent que le recours à cette présomption pourrait être plus systématiquement documenté et justifié.

S'agissant du dispositif et de la gouvernance du risque de liquidité, ceux-ci sont variables d'une SGP à une autre, notamment en fonction de leur taille. Les sociétés s'assurent de faire parvenir des *reportings* du suivi du risque de liquidité aux dirigeants. Dans les structures de tailles plus importantes, ce *reporting* est le plus souvent formalisé dans le cadre de comités de suivi des risques périodiques au sein desquels siège l'un des dirigeants, tandis que dans les structures de plus petite taille, il peut s'opérer de manière plus informelle, notamment lorsque le dirigeant occupe également un rôle actif dans la gestion, la formalisation de ce *reporting* se réalisant alors suivant une fréquence moins importante. Outre un *reporting* périodique, certaines sociétés prévoient un *reporting* spécifique dans le cas d'alertes spécifiques tenant par exemple au dépassement de limites de liquidité ou des rachats. Par ailleurs, certaines SGP ont adopté une approche par les risques et ajustent la fréquence et la profondeur du *reporting* au niveau de risques de chaque OPCVM et aux typologies d'actifs qui peuvent être détenues. En termes de contenu, les services de l'AMF ont identifié un manque de granularité des états de suivi pour certaines SGP mais notent en revanche qu'un suivi agrégé couvrant l'ensemble des fonds sous gestion est pratiqué par un certain nombre d'entre elles, notamment sur des typologies d'actifs à risques.

Les méthodologies d'estimation du risque de liquidité sont similaires en ce qui concerne les investissements en actions mais reposent sur des hypothèses hétérogènes en ce qui concerne les niveaux de participations aux volumes d'échanges, la période d'observation de ces volumes, et les données prises en compte pour le calcul de ces volumes. Par ailleurs, il apparaît que les SGP ne prévoient pas toujours d'ajuster ces hypothèses selon les circonstances de marché.

Concernant les instruments de taux, en l'absence de données de volumes de marché, les paramètres pris en compte sont variables. Lorsqu'elles le peuvent, les SGP utilisent des grilles de liquidité fournies par leur table de négociation interne ou externe. Toutefois, les analyses de ces tables de négociation sont insuffisamment intégrées au dispositif de suivi des risques de liquidité, notamment par la fonction des risques. Par ailleurs, la pertinence de ces données ne fait pas l'objet de revue *a posteriori* formalisée.

Enfin, les risques de liquidité afférents aux instruments financiers à terme, en particulier les flux de liquidités que ceux-ci peuvent générer et leurs conditions de liquidation particulières ne sont pas pris en compte de manière appropriée par toutes les SGP.

Concernant le passif des OPCVM, les modalités de suivi mises en œuvre dépendent de la nature des porteurs de parts. Dans le cas de porteurs de parts particuliers, les moyens dédiés à leur identification est variable et l'interaction avec les réseaux de distribution, qui doit permettre d'anticiper les flux de rachat, mériterait d'être plus soutenue. De manière générale, les SGP analysées utilisent les données dont elles disposent concernant leur structure de passif et leur historique de rachats pour l'appliquer aux OPCVM qu'elles gèrent. Certaines SGP qui

³ Aux termes de l'article R 214-9 du code monétaire et financier, « (...) les instruments financiers relevant des 1° à 3° du I de l'article R. 214-11 sont présumés ne pas compromettre la capacité de l'OPCVM de se conformer aux dispositions des articles L. 214-7 et L. 214-8 et ils sont présumés être négociables, sauf si l'OPCVM dispose d'informations conduisant à des conclusions différentes. » Cet article introduit donc la présomption que l'investissement dans des titres admis à la négociation sur un marché réglementé ne compromettent pas la capacité d'un OPCVM à respecter son obligation de rachat à tout moment de ses parts ou actions, sauf si l'OPCVM dispose d'informations conduisant à des conclusions différentes.

⁴ Selon les CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS, Point 17, « In the case of transferable securities which are not admitted to trading on a regulated market as defined in Article 19(1) of Directive 85/611/EEC, liquidity cannot automatically be presumed. »

offrent leurs OPCVM à une large base d'investisseurs, appliquent des scénarios de rachat stressés basés sur des données de rachat historiques et/ou sur l'emprise des porteurs les plus importants. Dans d'autres cas, de telles simulations ne sont effectuées que pour les OPCVM dont la stratégie prévoit la détention d'instruments financiers qui présentent des risques de liquidité. Les SGP, qui s'adressent à des investisseurs institutionnels, se limitent, dans certains cas, à un suivi des plus gros porteurs de parts et de l'historique des rachats. Enfin, d'autres SGP n'effectuent pas de suivi spécifique du passif ou en effectuent un suivi limité, se reposant sur l'encadrement des risques à l'actif ou encore sur l'existence de *gates* dans les OPCVM. Au plan formel, le rapprochement des simulations de rachat et des indicateurs de liquidité à l'actif n'est pas toujours formalisé et il n'existe pas toujours de seuil d'alerte ni de dispositif de remontée d'informations associés à ce suivi. L'application par les SGP des orientations de l'ESMA sur les simulations de crise de liquidité dans les OPCVM et les FIA, en vigueur depuis septembre 2020, dont la mise en œuvre était en cours de finalisation chez de nombreuses SGP analysées, devrait permettre de résorber ce point.

Enfin, toutes les SGP ne formalisent pas de justification sur le choix d'outils de gestion des risques (suspension des rachats de parts/actions, *gates*, *swing pricing*..). Certaines SGP formalisent une analyse d'opportunité préalablement au lancement de nouveaux OPCVM puis de manière périodique. Des procédures encadrent les modalités pratiques des mécanismes attachés à ces outils mais ne prévoient en général pas les critères devant conduire à les mettre en œuvre. A cet égard, l'intégration de ces outils dans la gouvernance d'ensemble du risque de liquidité apparaît perfectible.

Face à ces constats, les services de l'AMF renforceront leurs diligences sur les OPCVM présentant un risque particulier de liquidité, notamment lors de l'instruction de leur agrément. Dans cette optique, il est prévu de mettre à jour les contraintes concernant la lettre d'engagement que les SGP remettent à l'occasion de l'agrément de l'OPCVM afin d'y intégrer un passage sur la prise en compte du risque de liquidité lors de la phase de la conception du produit, conformément aux orientations de l'ESMA sur les simulations de crise de liquidité.

4. REGLEMENTATION APPLICABLE

Pour réaliser leurs travaux, les services de l'AMF se sont appuyés sur les sources réglementaires suivantes :

- le code monétaire et financier ;
- le règlement général de l'AMF (« RG AMF ») ;
- CESR Guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS (Réf: CESR/07-044) ("CESR Guidelines").

En outre, les services se sont également référés au guide professionnel de l'AFG « Swing Pricing – Charte de bonne conduite ».

DILIGENCES PRE-INVESTISSEMENT

Article R. 214-9 du code monétaire et financier concernant la prise en compte de la liquidité des titres pour en déterminer l'éligibilité à l'actif d'un OPCVM et la présomption de liquidité, sauf information contradictoire, lorsque ces titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé.

Article R. 214-10 du code monétaire et financier concernant la prise en compte de la liquidité des instruments du marché monétaire pour en déterminer l'éligibilité à l'actif d'un OPCVM et la présomption de liquidité, sauf information contradictoire, lorsque ces titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé.

Article 321-79 du RG AMF concernant l'existence de procédures de gestion des risques efficaces, appropriées et documentées pour les OPCVM.

Article 321-101 9° du RG AMF relatif aux prévisions et analyses préalables à effectuer concernant la contribution d'un investissement à la liquidité et au profil de risque d'un portefeuille d'OPCVM.

Article 321-101 8° du RG AMF relatif aux politiques et procédures écrites à élaborer quant aux diligences à exercer et à la mise en place de dispositifs efficaces afin de garantir que les décisions d'investissement sont exécutées, notamment, conformément aux limites de risque des OPCVM concernés.

CESR Guidelines – Point 17 concernant les diligences et paramètres d'évaluation du risque de liquidité et l'absence de présomption de liquidité pour les titres non cotés sur un marché réglementé.

DISPOSITIF DE SUIVI ET GOUVERNANCE

Article 321-77 du RG AMF relatif aux prérogatives de la fonction permanente de gestion des risques, notamment en matière de *reporting* auprès des dirigeants.

Article 321-78 du RG AMF relatif notamment à l'inclusion de procédures d'évaluation du risque de liquidité dans la politique de gestion des risques et à son contenu, ainsi qu'aux exigences de *reporting*.

Article 321-79 du RG AMF prévoyant la mise en place d'une politique et d'une procédure de gestion des risques efficaces, appropriées et documentées.

Article 321-81 I. a) du RG AMF relatif à la mise en œuvre de moyens permettant à une SGP de mesurer et gérer à tout moment les risques auxquels les OPCVM qu'elle gère sont susceptibles d'être exposés.

Article 321-81 II. a), b), c), f) et III. alinéa 1 du RG AMF relatif à la gouvernance et aux mesures de suivi des risques qui doivent être prévues pour chaque OPCVM.

Article 321-81 IV. du RG AMF relatif à la conformité du profil des investissements avec la politique de remboursement des OPCVM.

CESR Guidelines – Points 17, 18, 19, 59, 60, 61 et 62 sur les prérogatives de la fonction permanente de gestion des risques en termes de conseil aux dirigeants, ainsi que les modalités de communication et de *reporting* auprès de la fonction de gestion financière et des instances dirigeantes.

METHODOLOGIES DE SUIVI DU RISQUE DE LIQUIDITE

Article 321-77 du RG AMF relatif au réexamen par la fonction permanente de gestion des risques de l'adéquation et de l'efficacité de la méthode de gestion des risques.

Article 321-81 II. d) et e) et IV. du RG AMF relatif aux mesures de suivi des risques qui doivent être prises pour chaque OPCVM.

SUIVI DU RISQUE DE LIQUIDITE POUR LES INSTRUMENTS FINANCIERS A TERME

Article 321-81 V. et VI. du RG AMF relatif aux mesures de suivi des risques et au respect des engagements liés aux contrats financiers.

PRISE EN COMPTE DU PASSIF POUR LE SUIVI DU RISQUE DE LIQUIDITE

Article 321-81 III. alinéa 2 du RG AMF concernant le respect à tout moment de l'obligation d'honorer les demandes rachats et la réalisation de simulations de crises.

OUTILS DE GESTION DE LA LIQUIDITE

Articles L. 214-7-4 et L. 214-8-7 du code monétaire et financier relatifs aux conditions dans lesquelles des OPCVM (FCP ou SICAV) peuvent prévoir la suspension de l'émission et du rachat de parts/actions et/ou le plafonnement des rachats de parts/actions.

Articles 411-20 et 411-20-1 du RG AMF relatifs à la mise en place de mécanismes, respectivement, de suspension des rachats et de plafonnement des rachats (« *gates* »)

Comme déjà indiqué, les services de l'AMF n'ont pas pris en compte dans leurs constats les orientations de l'ESMA 34-39-897 sur les simulations de crise de liquidité dans les OPCVM et les FIA, compte tenu de leur entrée en application postérieure au lancement de cet exercice de supervision conjointe. Toutefois, les encadrés ci-dessous rappellent certaines de ces orientations lorsqu'elles sont liées aux pratiques observées par les services de l'AMF.

5. CONSTATS ET ANALYSES

5.1. CONTROLES PREINVESTISSEMENT SUR LA LIQUIDITE DES OPCVM

➤ Contrôles *pre-trade*

Les contrôles SPOT effectués ainsi que les entretiens menés par les services de l'AMF ont relevé un manque structurel de diligences préinvestissement (ou « contrôles *pre-trade* », selon la terminologie utilisée par l'ESMA) formalisées sur les aspects de liquidité Plus précisément, une part significative des SGP des trois Groupes analysés ne formalise pas les diligences spécifiques réalisées, le cas échéant, par les fonctions compétentes (gestionnaires de portefeuille et/ou gestionnaires des risques) afin d'évaluer l'impact en termes de liquidité sur le portefeuille d'un OPCVM, préalablement à la réalisation de transactions.

En particulier, sur les 4 SGP du Groupe n°1, aucune ne formalise de contrôles sur la liquidité de l'actif des OPCVM gérés avant un investissement. Ces sociétés se reposent, au plan formel, sur les règles d'éligibilité et d'investissement prédéfinies et ajustables au sein d'instances périodiques et/ou le suivi continu du risque de liquidité qui en est fait, et/ou, pour certaines catégories d'actifs, sur une présomption de liquidité. Le cas échéant, une telle présomption est énoncée mais n'est pas systématiquement ou suffisamment documentée. Deux SGP du Groupe 1 (SGP n°1 et SGP n°2) disposent en particulier d'un outil, mis à la disposition des gestionnaires de portefeuille et des gestionnaires des risques, permettant de suivre les profils de liquidité et les déformations éventuelles du portefeuille en lien avec un investissement, mais même dans le cas où les gestionnaires de

portefeuille utiliseraient cet outil avant un investissement, les diligences ne sont pas formalisées. Par ailleurs, dans aucun des cas n'est requise de validation préalable par la fonction de gestion des risques.

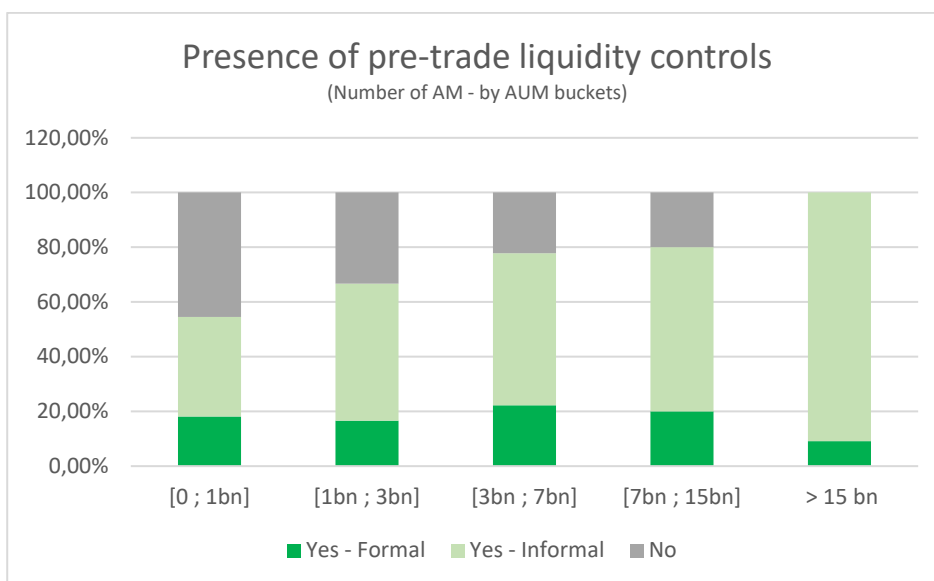
Deux types de contrôles préalables à l'investissement concernant la liquidité peuvent être distingués :

1. les contrôles relatifs à la liquidité intrinsèque de l'investissement envisagé ; et
2. ceux relatifs à l'impact sur le profil de liquidité de l'OPCVM par l'investissement envisagé.

Concernant le deuxième type de contrôle, au niveau du portefeuille de l'OPCVM : une large majorité des SGP n'en effectue pas (seules 13 % d'entre elles déclarent avoir la possibilité de le faire via leurs outils). Dans les cas où ils sont effectués, ces contrôles ne sont pas obligatoires ou ne couvrent pas toujours l'ensemble des instruments traités.

Concernant les contrôles relatifs à l'investissement envisagé, 73 % des SGP (85 % de l'encours) effectuent, à un degré plus ou moins poussé, des contrôles de ce type. Ces contrôles sont en majorité non formalisés dans la mesure où seules 16 % des SGP (8 % de l'encours) formalisent leurs contrôles.

En détail, le graphique ci-dessous, présente en fonction de l'actif net des OPCVM gérés, la proportion des SGP effectuant des « contrôles de liquidité préinvestissement » ainsi que leur caractère formalisé ou non. Les différentes catégories ont été définies de manière à obtenir un nombre comparable de SGP au sein de chacune d'entre elles (entre 9 et 12).



La présence de contrôles préinvestissement semble fortement liée à la taille de la SGP. En revanche, le niveau de formalisme est meilleur chez des sociétés de taille moyenne. À ce titre, aucune SGP n'a indiqué avoir un processus de formalisation des « contrôles préinvestissement » dont l'intensité variait en fonction du risque de liquidité de l'OPCVM avant investissement. Pour autant, en pratique, et comme l'a illustré la phase de tension liée à la crise sanitaire, les gérants semblent bien porter une attention accrue au risque de liquidité des nouveaux investissements lorsque ce risque est plus élevé, sans pour autant quantifier ou systématiser ces revues. Inversement, il semble peu utile de mener systématiquement le même niveau d'analyses pour des investissements dans des portefeuilles présentant peu de risque de liquidités.

Sans que ce soit à proprement parler un contrôle de liquidité, certaines SGP ont mis en place des limites contrôlées en *pre-trade* qui limitent le risque de liquidité. La SGP n°3, par exemple, interdit pour la plupart des OPCVM les investissements dans des émetteurs ayant des capitalisations boursières inférieures à 500 M€ et la SGP n°1 impose des « *liquidity buffers* » (poches d'actifs liquides) en fonction des risques afférents à la stratégie d'investissement de chaque portefeuille et de l'appréciation par cette SGP de la situation de liquidité du marché.

D'autres pratiques ont été remarquées chez plusieurs acteurs. Notamment, une SGP du Groupe 2 a mis en place un blocage dans son logiciel de gestion des ordres pour les titres estimés comme ayant une liquidité insuffisante. Une autre société du Groupe 3 fonctionne à l'aide d'une *Buy-list* dont les critères d'inclusion prennent en compte des critères de liquidité.

➤ **Présomption de liquidité**

Comme précédemment mentionné, l'article R. 214-9 du code monétaire et financier⁵, permet de présumer de la liquidité des actifs listés à des fins d'éligibilité à l'actif de l'OPCVM « *sauf si l'OPCVM dispose d'informations conduisant à des conclusions différentes* »⁶.

Le questionnaire de Phase 2 demandait aux SGP, d'une part, si cette présomption de liquidité était effectivement utilisée, (et si oui, sur quels actifs) et d'autre part, si elles mettaient en œuvre un dispositif permettant de détecter un instrument non négociable, qui pourrait mettre en péril la capacité de l'OPCVM à honorer les demandes de rachats de ses porteurs.

Les réponses apportées n'ont pas toujours été claires. Ainsi, sur 55 SGP, 28 indiquent mettre en œuvre cette présomption au moins sur une classe d'actifs, soit 51 % du périmètre ou 21 % des encours. Parmi ces SGP, nombreuses sont celles qui utilisent cette présomption uniquement pour les dérivés listés, dont elles font un usage modéré, typiquement des dérivés de change ou de taux à des fins de couverture. À l'inverse, 14 % des SGP (2,6 % de l'encours) utilisent cette présomption pour l'intégralité de leur univers d'investissement.

Parmi les SGP faisant usage de cette possibilité, plus de la moitié indiquent ne pas mener d'investigation relative à la possibilité que ces actifs soient insuffisamment liquides, plusieurs avançant l'argument tautologique qu'il n'y a pas besoin de le vérifier car ces actifs sont jugés liquides par principe. Les mesures visant à conforter la présomption de liquidité utilisée par les autres SGP incluent : des contrôles réguliers des volumes échangés sur les marchés (notamment au regard de la taille d'activité de la SGP sur le marché), la mise en place de limites, des avertissements de la table d'intermédiation en cas d'impossibilité à passer les ordres, un principe de responsabilité du gestionnaire du portefeuille (c'est-à-dire sa capacité à estimer par lui-même si cette présomption est applicable), des contrôles *ex post* des risques et des changements de contexte économique majeurs.

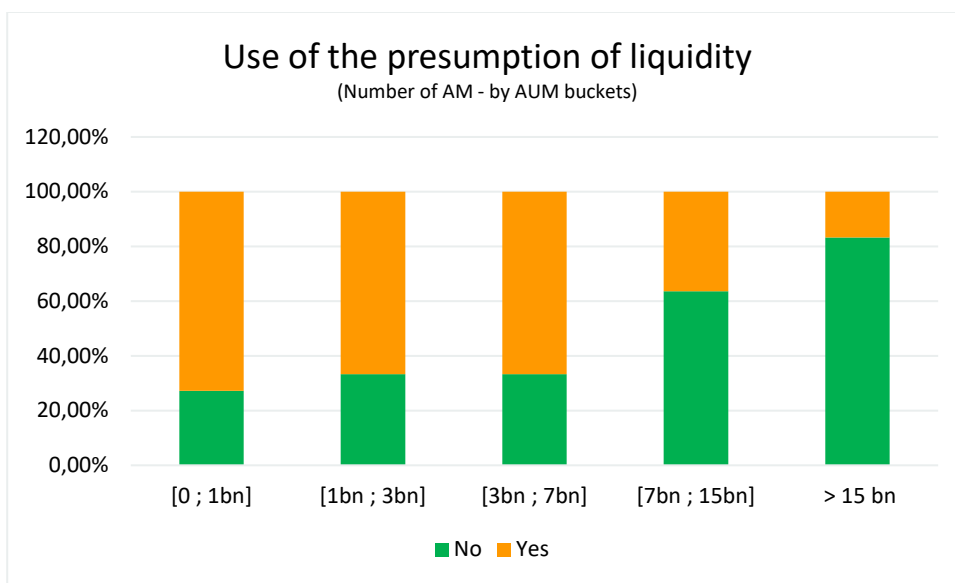
Outre les dérivés, la présomption de liquidité porte parfois sur des sous-segments des actions « *large caps* » et des obligations « *Investment Grades* » (des papiers souverains allemands et américains ou titres d'émetteurs localisés dans un pays du G7, G10, et jusqu'à l'ensemble des pays membres de l'OCDE), ainsi que sur des fonds monétaires. Par exemple, pour ses investissements, la SGP n°3 considère que les grandes capitalisations boursières européennes (en direct et sous forme synthétique) et les TCN court terme ont une forte liquidité.

⁵ Article résultant de la transposition de la directive 2007/16/CE du 19 mars 2007 « actifs éligibles ».

⁶ Article 2 1), dernier alinéa, de la [directive 2007/16/CE](#) « actifs éligibles » : « *les instruments financiers cotés ou négociés sur un marché réglementé conformément [...] sont présumés ne pas compromettre la capacité de l'OPCVM de se conformer [aux obligations d'honorer les demandes de rachats des porteurs] et ils sont présumés être négociables, sauf si l'OPCVM dispose d'informations conduisant à des conclusions différentes* »

À l’opposé, certaines SGP indiquent ne pas utiliser la présomption de liquidité et effectuent des analyses de liquidité sur chaque titre sans discrimination. D’autres SGP indiquent utiliser cette présomption uniquement pour évaluer l’éligibilité de l’actif à l’investissement d’un OPCVM, mais non pour déterminer la capacité de l’OPCVM à honorer les demandes de rachats de ses porteurs.

L’utilisation de cette présomption de liquidité est fortement liée à la taille de la SGP. Elle est par exemple utilisée par 73 % des SGP gérant un encours d’OPCVM inférieur à 1 milliard d’euros et uniquement par 17 % de celles gérant un encours supérieur à 15 milliards.



En revanche, l’utilisation de la présomption de liquidité ne semble pas positivement liée à la fréquence des contrôles post-investissement. En effet, la présomption est par exemple plus utilisée par les SGP où les contrôles *post-trade* sont mensuels (50 % des SGP) que par celles où ils sont hebdomadaires (44 %).

De la même manière, l’étendue du périmètre de la présomption de liquidité n’est pas liée positivement à la fréquence des contrôles post-investissement. 63 % des SGP utilisant la présomption de liquidité sur tout leur univers d’investissement exercent un suivi mensuel de leur liquidité.

Rappels réglementaires :

- **Article R. 214-9 du code monétaire et financier :** « I. – Les titres financiers éligibles mentionnés au 1° du I de l'article L. 214-20 satisfont aux conditions suivantes : [...]
 - 2° Leur liquidité ne compromet pas la capacité de l'OPCVM de se conformer aux dispositions des articles L. 214-7 et L. 214-8 ; [...]
 Pour l'application du 2° et du 5° du présent I, les instruments financiers relevant des 1° à 3° du I de l'article R. 214-11 sont présumés ne pas compromettre la capacité de l'OPCVM de se conformer aux dispositions des articles L. 214-7 et L. 214-8 et ils sont présumés être négociables, sauf si l'OPCVM dispose d'informations conduisant à des conclusions différentes. »
- **Article R. 214-10 du code monétaire et financier :** « Les instruments du marché monétaire mentionnés au 2° du I de l'article L. 214-20 satisfont aux conditions suivantes : [...]
 - 2° Ils peuvent être cédés à coût limité dans un délai court et approprié, compte tenu de l'obligation de l'OPCVM de racheter ou de rembourser ses parts ou actions à la demande de tout porteur ou actionnaire. »

- **Article 321-79 du RG AMF :** « *La société de gestion de portefeuille établit, met en œuvre et maintient opérationnelles une politique et des procédures de gestion des risques efficaces, appropriées et documentées qui permettent d'identifier les risques liés à ses activités, processus et systèmes et, le cas échéant, de déterminer le niveau toléré par elle* ».
- **Article 321-101 du RG AMF :** « *La société de gestion de portefeuille : [...]8° élabore des politiques et des procédures écrites quant à la diligence qu'elle exerce et met en place des dispositifs efficaces garantissant que les décisions d'investissement prises pour le compte des OPCVM sont exécutées conformément aux objectifs, à la stratégie d'investissement et aux limites de risque de ces OPCVM* » [...] 9° lorsqu'elle met en œuvre sa politique de gestion des risques, et le cas échéant en tenant compte de la nature de l'investissement envisagé, elle élabore des prévisions et effectue des analyses concernant la contribution de l'investissement à la composition, à la liquidité et au profil de risque et de rémunération du portefeuille de l'OPCVM avant d'effectuer ledit investissement. Ces analyses ne doivent être effectuées que sur la base d'informations fiables et à jour, aux plans quantitatif et qualitatif ».
- **CESR Guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS :**
 « 17. Where information is available to the UCITS that would lead it to determine that a transferable security could compromise the ability of the UCITS to comply with [the obligation to redeem investors at their request], the UCITS must assess its liquidity risk.
 The liquidity risk is a factor that the UCITS must consider when investing in any financial instrument in order to be compliant with the portfolio liquidity requirement to the extent required [to comply with the obligation to redeem investors at their request]. In taking this prudent approach, the following are examples of the matters a UCITS may need to consider:
 In the case of transferable securities which are not admitted to trading on a regulated market as defined in Article 19(1) of Directive 85/611/EEC, liquidity cannot automatically be presumed ».
 clé ».

Bonnes pratiques :

- Mettre en place un dispositif par lequel la fonction risques, individuellement ou de manière collégiale, doit préalablement autoriser les typologies d'actifs n'ayant jamais été utilisées au sein d'un portefeuille et définit les limites de risque de liquidité associées aux portefeuilles concernés, de telles décisions étant prises de manière formalisée.
 Il est à noter que selon le Point 28 des orientations de l'ESMA précitées : « *les simulations de crise de liquidité devraient produire des résultats qui: [...] d. participent à la surveillance de la gestion des risques et la prise de décisions, notamment en permettant au gestionnaire de définir des limites internes appropriées s'agissant de la liquidité du fonds, en tant qu'outil supplémentaire de gestion des risques. Cela peut consister, entre autres, à veiller à ce que les résultats des simulations de crise de liquidité puissent être mesurés grâce à une mesure d'évaluation comparable, comme un indicateur de risque clé* ».
- Prévoir des indicateurs et limites de risque pré-investissement :
 - pré-définir, lorsque cela est jugé pertinent (ex : classe d'actifs supposée à liquidité plus restreinte, conditions de marchés particulières, anticipations de mouvements au passif...), une part minimale de liquidités et instruments financiers liquides à respecter dès l'investissement, et dont le montant serait à ajuster selon l'analyse par la SGP du niveau de liquidité du marché,
 - définir une *buy-list* d'instruments financiers éligibles selon une approche analytique incluant des critères de liquidité,
 - prévoir un dispositif de blocage des ordres qui porteraient sur des instruments financiers considérés comme illiquides.

- Mettre à la disposition des gestionnaires de portefeuilles et des gestionnaires des risques, des outils permettant de simuler l'impact de l'investissement sur la déformation du profil de liquidité du fonds.

Mauvaises pratiques :

- Ne pas assurer un niveau de traçabilité suffisant des diligences réalisées préalablement à l'investissement en matière de risque de liquidité.
- Ne pas prévoir, dans la procédure de gestion du risque de liquidité et dans la pratique, de gradation dans le niveau de diligence et de formalisation des prévisions et analyses concernant la contribution d'un investissement à la liquidité de l'OPCVM avant d'effectuer ledit investissement.
- Ne pas préciser dans la procédure de gestion du risque de liquidité à quels types d'actifs la SGP applique une présomption de liquidité, le cas échéant.
- Ne pas préciser/documenter comment la SGP s'assure qu'elle ne dispose pas d'éléments de nature à remettre en cause une telle présomption.

5.2. DISPOSITIF GLOBAL DU SUIVI DU RISQUE DE LIQUIDITE ET GOUVERNANCE

De manière générale, les dispositifs de suivi post-investissement du risque de liquidité sont en place au sein des SGP à quelques exceptions près.

Le dispositif du suivi du risque de liquidité n'est pas toujours formalisé à l'aide d'une procédure ou alors il est dispersé au sein de procédures diverses (création produit, suivi des investissements etc.). Dès lors, la description des dispositifs de suivi de liquidité est assez variable d'un acteur à l'autre. Les dispositifs du suivi du risque de liquidité peuvent inclure entre autres :

- un comité de lancement de produits pour définir ces caractéristiques : fréquence de la VL, outils de gestion de la liquidité, taille maximum de l'OPCVM pour limiter son empreise sur le marché d'échange d'actifs sous-jacents, restrictions éventuelles sur des classes d'actifs, définition d'un seuil minimum de liquidité, etc. ;
- un *reporting* de liquidité à une fréquence déterminée ;
- une procédure de remontée des informations à la direction de la SGP ;
- un comité de suivi des risques au sein duquel est discuté le risque de liquidité ;
- des procédures encadrant l'utilisation des outils de gestion de la liquidité ;
- un encadrement des contrôles prévus sur la thématique ;
- un encadrement des ressources humaines dédiées à la gestion du risque de liquidité et de la responsabilité de chaque équipe (commercial, risques, gestion, direction).

Le dispositif de suivi de chaque société repose de manière plus importante sur l'un ou l'autre des points mentionnés ci-dessus en fonction de leur spécificité. L'analyse du caractère adapté du dispositif du suivi du risque de liquidité *ex-post* est un exercice complexe à mener en allant au-delà de l'analyse de la fréquence, de remontée des informations et du contrôle des informations de la gestion des risques ou du contrôle interne. En effet, une telle analyse dépend du risque inhérent à chaque typologie de gestion et de canaux de commercialisation au sein d'une SGP.

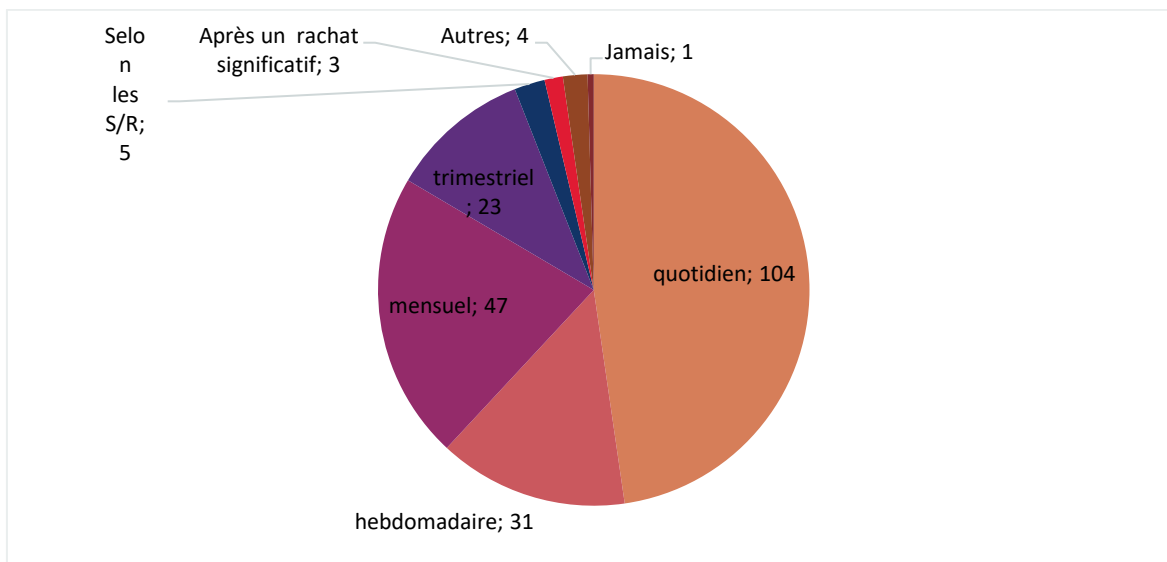
À titre d'exemple, le dispositif d'un acteur du Groupe 2 qui compte parmi ses actifs sous gestion une part importante d'ETF, repose majoritairement sur la définition de la taille maximale de l'OPCVM en fonction de la nature de l'ETF et du type d'actifs sous-jacents. En effet, dans le cadre de la gestion d'un ETF, la société n'a que

peu de prise sur l'actif de l'OPCVM étant donné que la marge de manœuvre sur les actifs sélectionnés et le dimensionnement des lignes est très limitée.

➤ **Reporting relatif au risque de liquidité et processus de remontée d'informations associé**

Dans le cadre plus général des SGP consultées pour la phase 1 de l'exercice, une seule société a répondu ne pas produire de *reporting* de liquidité. 94% des SGP ont déclaré s'assurer que les membres de la direction étaient en copie des *reportings* de liquidité. À noter que les dirigeants des structures de plus petite taille endossent parfois également le rôle de gérant financier ou de contrôleur des risques, et de ce fait, l'information circule plus facilement entre les membres de l'équipe mais, en contrepartie, la pluralité des analyses est moins importante. Dans le cas des SGP n°1, n°2 et n°3 du Groupe 1, les dirigeants participent à des comités de risques mensuels. Par ailleurs, pour la SGP n°1, les gestionnaires financiers disposent d'un outil qui leur permet de réaliser leur propre suivi de liquidité en parallèle du suivi du département des risques, pour la SGP n°2 qui délègue une part significative de sa gestion, un suivi est formalisé par la fonction des risques, et pour la SGP n°3, des données de risques sont adressées quotidiennement à l'équipe de gestion par la fonction des risques. Pour la SGP n°4, un rapport des risques spécifique est présenté lors des conseils d'administration trimestriels alors qu'aucun comité des risques ne se réunit dans l'intervalle, la fonction des risques adressant à chaque gestionnaire financier un état hebdomadaire de suivi des risques qui comprend un volet liquidité. Des processus de remontée d'informations auprès des dirigeants sont prévus en cas d'« alertes ». Ces dernières se basent sur des indicateurs et niveaux définis avec des degrés de précision variables selon la SGP.

Fréquence minimale déclarée de *reportings* de liquidité par les SGP durant la phase 1 de l'exercice



Dans les autres cas, les fréquences sont en général quotidiennes à mensuelles. Certaines sociétés mentionnent également un *reporting* après chaque demande de rachat de parts importante. La fréquence des *reportings* est parfois calibrée selon la fréquence de calcul de la valeur liquidative de l'OPCVM ou la typologie de fonds. À titre d'exemple, une SGP affiliée à une compagnie d'assurance du Groupe 3 effectue des *reportings* hebdomadaires sur les OPCVM investissant en titres vifs et trimestriels pour les fonds de fonds. Quelques SGP ont également déclaré avoir déclenché des fréquences de *reportings* plus élevées, à la discrétion de leur direction, pendant des périodes de crises (comme la crise sanitaire) ou en fonction d'indicateurs de marché prédéfinis (volatilité accrue par exemple). Certaines sociétés ont déclaré des fréquences de *reporting* qui semblent faibles au vu de la nature des

actifs gérés : l'une des SGP du Groupe 2, qui gère entre autres des actifs peu liquides comme des obligations haut rendement et des petites capitalisations, a déclaré avoir mis en place un dispositif de gestion de la liquidité basé sur une fréquence trimestrielle. Le contenu du *reporting* est également variable : par exemple, les rapports de la SGP n°4 ne permettent pas, par manque de granularité, l'identification des titres les moins liquides.

Outre l'envoi de *reportings* à une fréquence prédéterminée, plusieurs sociétés ont prévu des seuils d'alertes déclenchant une remontée d'information spécifique et systématique. Les seuils d'alertes relatifs à la liquidité globale du portefeuille sont les plus courants : une SGP du Groupe 3 prévoit une alerte s'il ne peut être liquidé plus de 15 % du portefeuille en moins de 5 jours. Cette SGP précise qu'elle suit ainsi les recommandations de la SEC⁷. Une autre a fixé un niveau d'alerte du ratio de liquidité du fonds à 85 % de l'actif net du fonds qui doit être liquidable en un jour. Dans une autre SGP de taille significative du Groupe 2 gérant des OPCVM à dominante actions, un seuil d'alerte est calibré en fonction de la nature des OPCVM (< 75 % liquidable en une semaine sur les stratégies Actions grandes capitalisations, < 30 % liquidable en une semaine sur les micro capitalisations etc.). Enfin, une autre SGP du Groupe 2 qui gère une large gamme d'OPCVM, a établi une limite conjointe à l'actif et au passif : < 70 % de l'OPCVM liquidable en 1 jour et un passif concentré (le plus gros client > 15 %, les top 5 clients > 25 %).

Dans le cas de la SGP n°1, un processus de remontée d'informations est déclenché si les dépassements sur les actifs (liés à une action du gérant) ne sont pas réglés dans la journée et si les dépassements sur le passif (liés à un mouvement de marché par exemple) liés à des contraintes internes ne sont pas réglés dans les 10 jours ouvrés.

Les suites données à ces alertes sont variables : demande de justification de la situation au gestionnaire financier, intégration à l'ordre du jour du comité des risques ou échanges par email entre les différentes équipes afin d'envisager une mesure de remédiation si nécessaire. Dans le cas de la SGP n°4, qui ne s'est pas dotée d'un comité des risques, il n'est pas possible de tracer les suites données aux *reportings* et alertes. Bien que la société indique ne jamais avoir eu d'alertes, son dispositif ne permet pas de justifier d'un suivi et d'une gouvernance effectifs du risque de liquidité. Les SGP n°1, n°2 et n°3 formalisent les alertes ainsi que, pour les deux premières, les échanges qui s'ensuivent avec l'équipe de gestion financière, mais il n'est pas toujours possible de tracer les mesures prises *in fine*, de s'assurer leur bonne mise en œuvre et de leur efficacité.

Il est difficile de se prononcer sur le caractère adapté des fréquences des *reportings* utilisées puisqu'une fréquence très élevée d'un nombre important d'indicateurs peut également amener à ne pas permettre de discerner les OPCVM présentant le niveau de risque le plus élevé. Pour autant, le fait de proportionner la fréquence, la présentation des risques ou de faire des focus sur les OPCVM exposés aux risques de liquidité les plus accrus constitue une bonne pratique. Par exemple, une SGP du Groupe 2 qui gère une large gamme d'OPCVM sélectionne ceux pour lesquels un suivi particulier sera effectué sur la base d'une approche par les risques. La SGP n°2 effectue également un suivi renforcé du risque de liquidité, notamment lié au passif, pour une liste d'OPCVM significativement investis dans des classes d'actifs risquées (actions de petites capitalisations, actions et taux émergents, obligations *high yield*, titrisation). De la même manière, un suivi mensuel spécifique est formalisé sur les OPCVM investissant dans des instruments dits « *less liquid* » par la SGP n°1 (*Asset Backed Securities* ou *Contingent Convertibles*). Ce suivi est effectué au niveau de chaque OPCVM concerné mais également de manière agrégée.

La SGP n°4 n'utilise pas de classes d'actifs présentant un risque de liquidité élevé, mais effectue un suivi agrégé des positions détenues dans l'ensemble des portefeuilles sous gestion, afin de suivre son ratio d'emprise.

⁷ <https://www.sec.gov/divisions/investment/guidance/secg-liquidity.htm>

➤ **Contrôle interne et externe sur la thématique de la liquidité**

186 SGP, soit 85 % de l'échantillon de la phase 1, ont effectué au moins un contrôle interne ou externe sur le risque de liquidité en 2018 et 2019. 14 d'entre elles ont déclaré avoir reçu des alertes en provenance de ces contrôles, de la fonction de conformité et de contrôle interne ou bien du dépositaire.

Les alertes/points soulevés lors des contrôles les plus fréquents incluent :

- L'omission de certains fonds ou mandats du périmètre de l'analyse de la liquidité ;
- L'absence de mise à jour de la procédure de liquidité qui n'est plus en ligne avec la pratique ;
- Les analyses sur l'actif et le passif ne sont pas comparées ;
- L'absence de stress test tel que demandé par les orientations de l'ESMA (ESMA 34-39-897) ;
- L'absence de limite d'encours sur des stratégies moins liquides ;
- Le manque de communication entre la fonction des risques et l'équipe de gestion.

Dans le cadre des contrôles SPOT, les services de l'AMF ont relevé plusieurs insuffisances du dispositif de contrôle permanent des SGP de leur périmètre. Par exemple, les contrôles de second niveau de l'une des SGP du Groupe 1 reposent sur les diligences du département des risques, mais ne prévoient pas de vérification indépendante par la fonction conformité de la correcte application des procédures de suivi des risques. D'autre part, les fonctions de contrôle permanent de deux des SGP du Groupe 1 ont omis de relever plusieurs insuffisances détectées par les services de l'AMF.

Rappels réglementaires :

- **Article 321-77 du RG AMF :** « III. - La fonction permanente de gestion des risques est chargée de :
 - a) mettre en œuvre la politique et les procédures de gestion des risques ;
 - b) veiller au respect du système de limitation des risques des OPCVM et notamment des limites sur le risque global et le risque de contrepartie des OPCVM mentionnées aux articles 411-71-1 à 411-83 ;
 - c) conseiller le conseil d'administration sur la définition du profil de risque de chaque OPCVM géré ;
 - d) adresser régulièrement un rapport au conseil d'administration et à la fonction de surveillance si elle existe, sur les points suivants :
 - i) la cohérence entre les niveaux de risque actuels encourus par chaque OPCVM géré et le profil de risque retenu pour cet OPCVM ;
 - ii) le respect par chaque OPCVM géré des systèmes pertinents de limitation des risques ;
 - iii) l'adéquation et l'efficacité de la méthode de gestion des risques, en indiquant notamment si des mesures correctives appropriées ont été prises en cas de défaillance ;
 - e) adresser régulièrement un rapport aux dirigeants sur le niveau de risque actuel encouru par chaque OPCVM géré et sur tout dépassement effectif ou prévisible des limites dont ils font l'objet, afin que des mesures rapides et appropriées puissent être prises ;
 - f) réexaminer et renforcer, le cas échéant, les dispositifs et procédures d'évaluation des contrats financiers négociés de gré à gré mentionnés à l'article 411-84. »
- **Article 321-78 du RG AMF :** « I. - La société de gestion de portefeuille établit, met en œuvre et garde opérationnelle une politique de gestion des risques appropriée et documentée qui permet de déterminer les risques auxquels les OPCVM qu'elle gère sont exposés ou pourraient être exposés.[...]
II. - La politique de gestion des risques comporte toutes les procédures nécessaires pour permettre à la société de gestion de portefeuille d'évaluer, pour chaque OPCVM qu'elle gère, l'exposition de cet OPCVM aux risques de marché, de liquidité et de contrepartie, ainsi que l'exposition des OPCVM à tout autre risque, y compris le risque opérationnel, susceptible d'être significatif pour les OPCVM qu'elle gère.

III. - La politique de gestion des risques doit porter au moins sur les éléments suivants :

a) les techniques, outils et dispositions qui leur permettent de se conformer aux obligations énoncées aux articles 321-81, 411-72 et 411-73 ;

b) l'attribution des responsabilités en matière de gestion des risques au sein de la société de gestion de portefeuille.

IV. - La société de gestion de portefeuille veille à ce que la politique de gestion des risques mentionnée au I précise les termes, le contenu et la fréquence des rapports présentés par la fonction de gestion des risques mentionnée à l'article 321-77 au conseil d'administration et aux dirigeants ainsi que, le cas échéant, à la fonction de surveillance.

V. - Pour l'application des obligations relevant du présent article, la société de gestion de portefeuille prend en considération la nature, l'échelle et la complexité de ses activités et des OPCVM qu'elle gère. »

➤ **Article 321-79 du RG AMF** : « La société de gestion de portefeuille établit, met en œuvre et maintient opérationnelles une politique et des procédures de gestion des risques efficaces, appropriées et documentées qui permettent d'identifier les risques liés à ses activités, processus et systèmes et, le cas échéant, de déterminer le niveau toléré par elle. »

➤ **Article 321-81 du RG AMF** : « I. - La société de gestion de portefeuille adopte des dispositions, des procédures et des techniques appropriées et efficaces en vue :

a) de mesurer et de gérer à tout moment les risques auxquels les OPCVM qu'elle gère sont exposés ou sont susceptibles d'être exposés ;[...]

II. - Aux fins du I, la société de gestion de portefeuille prend les mesures suivantes pour chaque OPCVM qu'elle gère :

a) elle met en place des dispositions, des procédures et des techniques de mesure des risques suffisantes pour garantir que les risques des positions prises et leur contribution au profil de risque global sont mesurés de manière fiable sur la base de données solides et crédibles et que les dispositions, procédures et techniques de mesure des risques sont documentées d'une manière appropriée ;

b) elle effectue périodiquement, le cas échéant, des vérifications a posteriori afin d'évaluer la validité des dispositions en matière de mesure des risques qui comprennent des prévisions et des estimations basées sur des modèles ;

c) elle effectue, lorsque cela est approprié, des simulations périodiques de crise et des analyses périodiques de scénarios afin de tenir compte des risques résultant d'évolutions possibles des conditions de marché susceptibles d'avoir une incidence négative sur les OPCVM gérés ; [...]

e) elle s'assure que, pour chaque OPCVM, le niveau courant de risque soit conforme au système de limites de risques mentionné au d ;

f) elle établit, met en œuvre et maintient opérationnelles des procédures appropriées qui, en cas de non-respect effectif ou prévu du système de limites de risques de l'OPCVM, débouchent sur des mesures correctrices rapides, servant au mieux des intérêts des porteurs de parts ou actionnaires.

III. - La société de gestion de portefeuille utilise une procédure de gestion du risque de liquidité appropriée pour tous les OPCVM qu'elle gère.

Cette procédure lui permet notamment de garantir que tous les OPCVM qu'elle gère peuvent respecter à tout moment l'obligation prévue au troisième alinéa de l'article L. 214-7 ou à l'article L. 214-8 du code monétaire et financier.

Le cas échéant, elle effectue des simulations de crise qui lui permettent d'évaluer le risque de liquidité auquel les OPCVM sont exposés dans des circonstances exceptionnelles. [...]

➤ **CSRS Guidelines – Points 17, 18, 19, 59, 60, 61 et 62**

« 17. The risk management function should provide advice to the Board of Directors for the identification of all risks relevant to the UCITS and provide on-going monitoring and measurement of those risks. The risk

management function should implement the methods and procedures necessary for the above-mentioned purposes, including the drafting of the related documentation.

18. The portfolio manager is responsible for taking investment decisions compatible with the risk limits system. On the other hand, measurement of the corresponding risks and monitoring of the risk limit system is assigned to the risk management function. However, the risk management process should operate in parallel with, and should be intrinsically tied to, the investment process. The Company should ensure that regular communication channels are established between the risk management function and the portfolio manager for the risk management process to function effectively. That implies an ongoing, dynamic risk management process, for which an appraisal only at intervals will not be sufficient.

19. The risk management function should report regularly to the Board of Directors and Senior Management [...].

59. The risk management function should provide periodic reports to the Board of Directors, which holds responsibility for the overall risk management process.

60. The risk management function should, as part of a formalised periodic reporting process, inform the Board of Directors regularly of the actual level of risk incurred by the UCITS.

61. The risk management function should also periodically report to the Senior Management, at the direction of the Board of Directors. These reports should set out the results of the controls relating to the risk profile of the funds, the overall adequacy of the risk management and the measures taken to address any deficiencies.

62. Reports from the risk management function should be delivered directly to the Board of Directors and Senior Management.”

Bonnes pratiques :

- Prévoir une fréquence de *reporting* et/ou une analyse approfondie pour le suivi des OPCVM dont le niveau de risque de liquidité est élevé, ou dans le cas de l'utilisation de certaines typologies d'actifs pas ou peu liquides.

Il est à noter que selon le Point 26. b. des orientations de l'ESMA sur les simulations de crise de liquidité dans les OPCVM et les FIA, « *plutôt que d'adopter la même fréquence pour tous les fonds gérés par le gestionnaire, la fréquence devrait être adaptée au fonds concerné* ».

- Le cas échéant, prévoir en sus du *reporting* propre à chaque OPCVM, un *reporting* qui agrège les positions en portefeuille sur tous les OPC gérés, notamment dans le cas d'investissements dans des instruments financiers présentant un risque de liquidité élevé.

Mauvaises pratiques :

- Ne pas définir avec suffisamment de précision, dans les procédures, les critères d'alerte susceptibles de donner lieu à un *reporting ad hoc* aux dirigeants, ni les processus de remontée d'informations de suivi en cas de déclenchement de telles alertes.

Il est à noter que selon le Point 24. f. des orientations de l'ESMA précitées, une politique relative aux simulations de crise de liquidité devrait, dans le cadre du processus de gestion des risques, notamment prévoir « *les circonstances exigeant de faire remonter l'information, y compris lorsque des limites/seuils de liquidité sont dépassés* ».

- Ne pas se doter d'un comité des risques réunissant les fonctions de gestion et de risques afin de réaliser un suivi formalisé et régulier du risque de liquidité dès lors que le risque de liquidité des OPCVM sous gestion, eu égard à la nature de leurs actifs et/ou à leur niveau d'encours, est significatif.
- Ne pas assurer une traçabilité suffisante des suites données aux alertes de liquidité, des analyses subséquentes, des mesures prises, ainsi que de leur bonne mise en œuvre.

- Formaliser un *reporting* du risque de liquidité ne comportant pas un niveau de granularité suffisant pour permettre d'identifier les lignes impactant le niveau de liquidité d'un portefeuille et d'avoir une vision dynamique de l'évolution de cet impact.

➤ **Données de marché et hypothèses de liquidation de l'actif**

La plupart des SGP recourent à des hypothèses de liquidation de l'actif de l'OPCVM comme outil de mesure de la liquidité de leurs portefeuilles. Ces données peuvent être utilisées de façon isolée ou combinée avec la liquidation du passif dans le cadre des stress tests de liquidité.

Toutefois, les hypothèses de liquidation de l'actif de l'OPCVM sont très dépendantes des caractéristiques des instruments financiers dans lesquels l'OPCVM est investi, des données disponibles et, comme il sera démontré *infra*, des hypothèses retenues par les gérants.

Actions

Concernant les actions, les données sur les volumes traités sur les principales places de cotation sont très largement disponibles chez les fournisseurs de données.

Ces données sont fournies principalement sous la forme d'une moyenne glissante des volumes traités sur l'action ciblée sur les X derniers jours. La calibration de cette moyenne mobile est centrale à l'estimation de la liquidité des actions. En effet la proportion du volume prise en compte dans l'hypothèse de liquidation doit être cohérente avec la manière dont sont exécutés les ordres donnés par l'équipe de gestion. D'autre part le paramétrage de la période d'observation permet de bénéficier de données plus stables (période longue) ou plus réactives aux changements de conditions de marchés (période courte). L'équilibre à trouver est propre au contexte de chaque société de gestion. Des données sur les volumes traités sur des plateformes comme les systèmes multilatéraux de négociation ou par bloc⁸ sont également disponibles, mais de manière moins systématique.

La quasi-totalité des SGP utilise comme indicateur la durée maximale de liquidation d'une position « action » sans avoir d'impact sur les prix. Pour cela, les SGP déterminent la proportion maximale du volume que peut prendre un ordre sans peser sur le cours de l'action et choisissent une estimation du volume échangé. Les hypothèses sont donc exprimées par un pourcentage de participation aux volumes et une fenêtre d'observation pour les volumes moyens (par exemple : 20 % de la moyenne des volumes sur 3 mois).

Dans le cadre des orientations de l'ESMA précitées sur les simulations de crise de liquidité, les SGP devront également décider d'une manière de modifier ces hypothèses pour simuler des conditions stressées de marché.

Deux SGP du Groupe 1 ont mis en place des hypothèses de liquidation évolutives selon leur appréciation des conditions de marché. La SGP n°1 applique une approche variable selon son estimation des conditions de marché (« normales » ou « stressées »). Elle définit des pourcentages de participation dits « normatifs » (négociabilité sans impact de prix) et « maximum » (négociabilité avec impact de prix) aux volumes observés sur les trois derniers mois et divise ces pourcentages en cas de situation de marché « stressée ». La SGP n°4 prévoit également un ajustement à la baisse du pourcentage des volumes observés liquidables sans impact de prix en cas de conditions de marché stressées (abaissement de 20-33 % à 10 %).

⁸ Un ordre bloc est un ordre de gré à gré privilégié dans le cadre de quantités importantes d'actions de manière à pouvoir les traiter sans avoir à fractionner l'ordre et à un prix unique.

Toutefois, dans les deux cas, la méthodologie permettant de déterminer si les conditions de marché sont normales ou stressées est discrétionnaire et n'est pas explicitée dans les procédures.

La SGP n°2 n'ajuste pas le pourcentage liquidable en fonction de son appréciation des conditions de marché. Tandis que la SGP n°4 a mis au point une méthodologie d'estimation de l'impact sur la valeur liquidative d'un OPCVM de la liquidation de la totalité d'une position, en tenant compte du poids de l'action dans le portefeuille, du nombre de jours de liquidité et de sa volatilité historique à 3 mois. Cette approche repose sur des publications de recherches académiques mais la procédure correspondante n'apporte pas de justification quant à sa pertinence.

La majorité des SGP du groupe 3 utilise le volume moyen observé sur la principale place de cotation. Ce volume moyen est calculé sur 3 mois pour les quatre SGP contrôlées. Néanmoins, certaines SGP du groupe 3 utilisent des hypothèses moins conservatrices en agrégeant les volumes observés sur toutes les places où l'action cote, voire même en intégrant les informations d'ordres-blocs disponibles. C'est notamment le cas de la SGP n°3 (groupe 1). Cette dernière approche soulève des interrogations, dans la mesure où de telles transactions de blocs sont par définition très irrégulières et peuvent par exemple ne pas exister dans des conditions stressées de marché.

Par ailleurs, les SGP n°1, n°3 et n°4 effectuent également un suivi des ratios d'investissement et d'emprise afin de s'assurer que les limites prédéfinies sont respectées.

Obligations

Contrairement aux actions, les données de marché sur les volumes effectivement traités n'existent pas de manière consolidée sur les obligations. Face à ce constat, les SGP sont obligées d'apprécier de manière approximative la liquidité des obligations par le biais des données disponibles ou de se satisfaire de données incomplètes. Les modalités et la finesse d'approximation sont très variables d'une SGP à une autre. Les principales méthodes utilisées sont les suivantes :

- des hypothèses indirectes sur la taille d'émission, l'acteur, la fourchette de prix acheteur-vendeur contributive, la vitesse d'écoulement selon le pourcentage de l'émission à amortir... ;
- des sources de marché payantes, parfois modélisées :
 - o Trace (pour les obligations américaines),
 - o Bloomberg ;
 - o Markit ;
 - o RiskMetrics.
 - o outils internes d'agrégation ;
- des outils spécifiques d'analyse :
 - o des modèles de notation internes,
 - o une analyse pour les obligations à haut rendement sur la base des positions vendeuses sur le marché du *repo* pour évaluer le volume des intérêts vendeurs des *Hedge Fund* qui spéculent à la baisse.

Sur les actions, la définition de la liquidité communément admise est la capacité à acheter ou vendre un titre sans impact de prix. Sur les obligations, les SGP se partagent entre celles qui utilisent une approche similaire aux actions et celles qui estiment la liquidité comme la capacité à acheter ou vendre un titre à un coût maximal fixé. Dans ce cas les SGP fixent un écart de prix acheteur-vendeur maximum, en acceptant ainsi un certain niveau de perte, et estiment la durée de liquidation de la position sous cette contrainte.

Produits dérivés

Deux types de risques de liquidité différents peuvent concerner les produits dérivés :

- 1) incapacité à solder ou prendre une position en sens inverse sur des dérivés en portefeuille à un coût modéré ;
- 2) création de besoin de liquidité supplémentaire du fait d'appels de marge importants pouvant, à l'instar d'un rachat, nécessiter la vente d'autres positions au sein du portefeuille.

- Dérivés listés

Seule une SGP indique suivre le dépôt de garantie initial par le biais d'une estimation réalisée lors des contrôles préinvestissement par l'équipe de gestion et contrôlée par l'équipe de suivi de marché (« *Middle-Office* »). D'autre part, cette SGP estime la durée de liquidation en utilisant le volume moyen du sous-jacent.

La grande majorité des SGP utilise une présomption de liquidité sur les dérivés listés (15 SGP sur 21 ayant au moins 1 OPCVM avec un levier > 75 %). Certaines SGP (4/21) atténuent l'effet de cette présomption en imposant des contraintes sur les produits autorisés et/ou les expositions à ces produits. C'est notamment le cas des SGP n°1, n°3 et n°4.

- Dérivés OTC

Concernant les dérivés OTC, la plupart des SGP définissent de manière qualitative un délai de liquidation de la position.

L'article R.214-15 du code monétaire et financier, qui prévoit que les OPCVM peuvent investir entre autres dans des dérivés de gré à gré, requiert que ceux-ci fassent l'objet « *d'une évaluation fiable et vérifiable sur une base journalière* » et puissent, « *à l'initiative de l'OPCVM, être à tout moment vendus, liquidés ou clôturés par une opération symétrique, à leur valeur de marché* ». Cette disposition est essentielle puisque si la SGP ne dispose pas d'assurance spécifique que les dérivés OTC peuvent être débouclés à tout moment à son initiative avec un coût limité, ces dérivés deviennent potentiellement illiquides et font courir aux OPCVM des risques significatifs.

De manière à respecter cette obligation, plusieurs pratiques ont pu être observées par l'AMF pour des dérivés OTC détenus par des OPCVM :

- lorsqu'aucune clause de résiliation à la main de la SGP n'est prévue se pose la question de l'éligibilité de l'instrument à l'actif d'un OPCVM. En théorie, cela n'est possible que dans le cas où une transaction symétrique est toujours possible à un prix cohérent (*swaps* de change sur les principales devises). Cette situation est particulièrement risquée puisqu'en cas de tensions de marchés augmentant les coûts de dénouement de la couverture des contreparties, des désaccords importants peuvent survenir entre les contreparties pour une résiliation qui n'est pas prévue contractuellement ;
- lorsqu'une clause de résiliation à la main de la SGP est prévue dans le contrat, mais que celui-ci ne prévoit pas spécifiquement le coût de dénouement et laisse à la contrepartie le soin de l'estimer en imposant uniquement des contraintes de type « *commerciallement raisonnable* »⁹, celle-ci dispose d'une latitude importante ;

⁹ Exemple de formulation : "Where an Index Swap Transaction is terminated in accordance with this provision, the amount payable will be determined by the Calculation Agent that may take into account the level that would have been realized by a Hypothetical Broker Dealer, acting in a commercially reasonable manner in terminating or liquidating the Applicable Hedge Positions, as adjusted to account for any factors (including the impact of any costs, commissions or other fees)."

- lorsque les modalités précises de détermination du coût de résiliation à la main de la SGP sont mentionnées dans le contrat cadre ou dans la confirmation de l'opération, la détermination du prix d'exécution, les montants minimaux et/ou maximaux exécutables ainsi que le coût de la transaction y sont spécifiés. Cette modalité fixant le coût du désinvestissement peut impliquer des coûts de transaction plus importants en temps normal mais assure au fonds quoi qu'il arrive la possibilité de désinvestir le contrat dans des conditions correctes.

La SGP n°3, par exemple, a utilisé les 2 premières approches ci-dessus pour les contrats de gré à gré conclus. De telles approches peuvent résulter en une impossibilité de clôturer certaines positions de gré à gré dans des conditions acceptables dans un contexte de marché stressé.

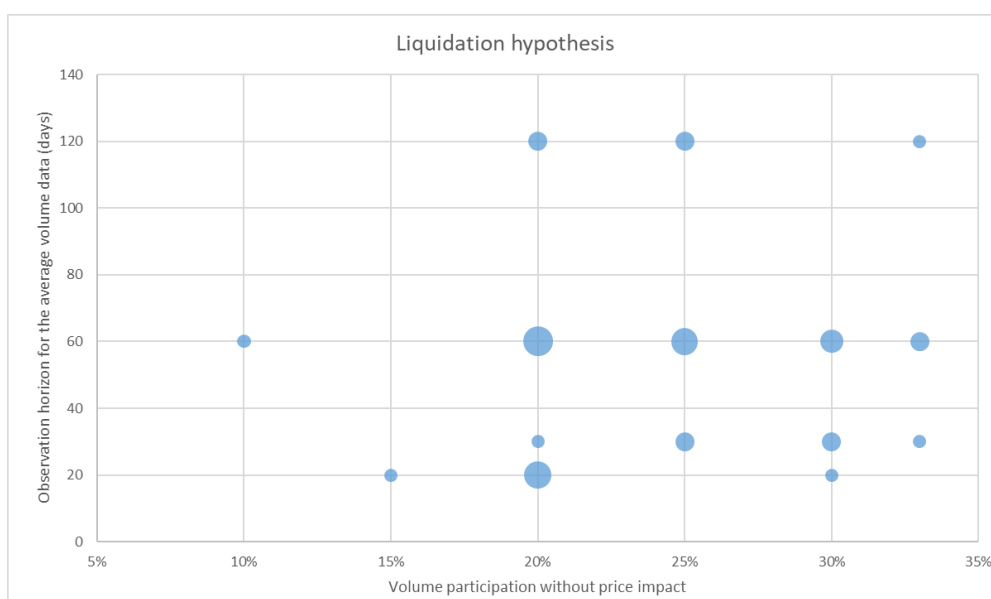
Il en résulte des pratiques hétérogènes entre les acteurs. Si les contreparties sont naturellement réticentes à l'introduction de telles clauses, leur absence fait encourir un risque de liquidité majeur en cas de désaccords entre la contrepartie et la SGP et ne permettrait pas de respecter les exigences de la Directive OPCVM.

Variabilité des estimations de liquidité

Les échanges avec les SGP ont fait apparaître une grande variabilité dans les hypothèses de liquidation des actions, tant sur le pourcentage de participation aux volumes que sur la fenêtre d'observation.

L'analyse des réponses au questionnaire confirme le constat. Pour les 34 SGP ayant fourni leur hypothèse de liquidation des actions, la proportion des volumes moyens pris en compte s'étend de 10 % à 33 % des volumes, un acteur utilisant même une hypothèse de 100 % des volumes. Concernant la fenêtre d'observation, les choix s'évaluent de 20 jours à 6 mois principalement, un acteur allant jusqu'à 1 an.

Le graphique suivant représente le nombre de SGP utilisant une hypothèse de liquidité par couple [proportion du volume traité sans impact / période de référence sur laquelle est estimée le volume]. Plus un point est gros, plus le nombre de SGP utilisant l'hypothèse en question est important.



Il en résulte une variabilité importante entre acteurs sur les hypothèses utilisées par les risques pour déterminer ce qu'est une liquidation sans impact sur les prix : le volume pouvant être traité sans impact sur les prix varie de 10 % à 33 % des volumes moyens traités sur le titre. Les périodes d'observation utilisées pour déterminer les volumes moyens traités varient de 20 jours à 120 jours.

Ces hypothèses sont généralement utilisées de façon forfaitaire sur l'ensemble des marchés actions. Le détail « ligne par ligne » des hypothèses de liquidation des portefeuilles a permis de comparer les hypothèses de liquidation de différentes SGP pour le même instrument financier.

Les instruments sélectionnés pour cette analyse répondent aux caractéristiques suivantes :

- ISIN présents dans plusieurs fonds (gérés par différentes SGP) ;
- liquidation sous 8 jours minimum afin de s'assurer que les données utilisées (1 à 7 jours de liquidation) correspondent au volume maximum qui peut être liquidé sur le marché sans impact de prix selon les hypothèses de la SGP et ainsi évacuer les différences liées à la différence de taille des positions.

Au total, 340 lignes, ou 129 ISIN uniques, ont été sélectionnées (40 obligations convertibles ou spéculatives et 89 actions). Pour chaque ISIN, le facteur multiplicateur entre le montant de liquidation quotidien le plus élevé et le plus petit a été calculé. En moyenne, ce facteur est compris entre 2 et 5 selon le type d'instrument. Le tableau ci-dessous décrit sa distribution plus en détail.

Category	Min	25th percentile	Median	75th percentile	Max
Equity Small Caps	1,04	1,47	1,54	2,14	5,99
Equity Mid Caps	1,00	1,21	1,48	2,96	7,93
Equity Large caps	1,07	1,42	2,05	2,62	3,01
Convertible/High Yield Bonds	1,03	1,59	2,46	6,35	20,32

On constate qu'il existe une grande hétérogénéité des estimations des montants liquidables sans impact de prix. Si ces hypothèses s'écartent d'un facteur entre 1,5 et 2,5 pour les cas médians elles peuvent diverger jusqu'à un facteur de 8 pour les actions et de 20 pour les obligations convertibles et à haut rendement.

Sur les actions, ces écarts s'expliquent entre autres par les hypothèses très variées d'estimation de la liquidité présentées en début de paragraphe. Ce point est d'autant plus vrai pour les obligations, pour lesquelles la plupart des SGP utilisent des modèles internes pour approximer la liquidité.

Hypothèses de liquidité éloignées des « réalités marchés »

De manière générale, et en plus de leur variabilité importante les hypothèses de liquidité définies par les équipes de risque ne sont que très rarement vérifiées *a posteriori*. Sur le périmètre global de la phase 2 de l'exercice, 73% des SGP ne font aucun *back-test* de ces hypothèses et 3,5 % indiquent qu'aucune vérification n'est nécessaire dans la mesure où les hypothèses sont conservatrices par rapport aux conditions observées sur le marché.

Seules 3,5 % des SGP effectuent cette vérification de manière régulière, les autres la font soit de manière ponctuelle (7 % des SGP) soit de manière informelle dans le cadre de discussions avec l'équipe de gestion ou la table de négociation. Aucune des 4 SGP ayant fait l'objet d'un contrôle SPOT ne réalise de *back-test* formalisé des hypothèses de liquidité. 3 d'entre elles indiquent que de telles vérifications sont effectuées de manière informelle au fil de l'eau et prévoient de mieux formaliser ce processus de revue dans un avenir proche.

Au-delà des hypothèses de liquidité, dans le cas de la SGP n°4, les services de l'AMF ont constaté que les équipes de gestion et des risques n'utilisent pas les mêmes sources de données.

Plusieurs SGP ayant indiqué que la meilleure visibilité sur la liquidité des instruments était celle de la table d'intermédiation, les services de l'AMF se sont entretenus de manière exploratoire avec trois tables d'intermédiation françaises. Si le sujet principal de préoccupation de ces acteurs reste la qualité d'exécution en matière de prix, les tables d'intermédiation portent également une attention particulière à la liquidité. Ces dernières ont trois sources de données concernant la liquidité qui ne sont pas à la portée de la plupart des SGP, en particulier les plus petites. Tout d'abord, les tables d'intermédiation reçoivent les « axes » des banques, c'est-à-dire leurs intérêts acheteurs ou vendeurs. D'autre part, du fait de leur positionnement, elles détiennent les données sur les nombreuses transactions qu'elles exécutent pour le compte de leurs clients. Enfin, elles développent des algorithmes afin de prédire la liquidité et optimiser le passage d'ordre, en particulier sur les instruments qui ne disposent pas de données agrégées de marché tels que les obligations.

Néanmoins, peu de SGP demandent à leurs tables d'intermédiation des informations relatives à la liquidité afin de les utiliser dans le cadre de leurs modèles de risques. Les seuls cas recensés se limitent à la communication d'informations très générales comme des tendances sur la liquidité et sont la plupart du temps à destination d'équipes de gestion.

Les SGP n°1, n°2 et n°4, notamment, sont des exceptions à cette règle puisque les données de la table d'intermédiation du groupe alimentent l'outil de suivi du risque de liquidité de la SGP. Dans ce cas, en revanche, la SGP n'effectue aucun contrôle de fiabilité sur les données provenant de la table.

Certaines SGP ont des démarches similaires de développements informatiques importants pour agréger l'information disponible depuis plusieurs sources et modéliser la liquidité des instruments financiers. L'objectif est de fournir à leurs équipes de gestion une vision claire des marchés. Toutefois, ces informations sont souvent cantonnées aux gérants et ne sont pas nécessairement mises à la disposition des équipes de contrôle des risques. Il en résulte que les hypothèses prises par les équipes de contrôle des risques peuvent manquer d'objectivité, sont peu vérifiées *a posteriori* et n'intègrent que peu les vues de marché des tables d'intermédiation qui sont « le plus au contact » de l'exécution des ordres.

Enfin, les hypothèses de liquidation ne correspondent pas toujours à la manière dont sera désinvesti le portefeuille, le désinvestissement n'étant en réalité jamais exactement proportionnel à l'actif (« *vertical slicing* ») ou fondé uniquement sur la liquidité des instruments (« *waterfall* »). Les services de l'AMF remarquent que les quatre SGP ayant fait l'objet d'un contrôle SPOT (Groupe 1) mesurent l'impact d'un désinvestissement sur la base du délai de liquidation estimé de chaque titre du portefeuille pris indépendamment mais ne simulent pas les différents scénarios de désinvestissement de plusieurs titres à la fois. En particulier, la SGP n°1 a déjà entamé des démarches visant à simuler les deux hypothèses de liquidation précitées, dans le cadre de la mise en œuvre des orientations de l'ESMA précitées.

Prise en compte de demandes de rachats simultanées sur la classe d'actifs considérée

15 SGP (soit 27 % des SGP du Groupe 3) mettent en place un suivi consolidé des positions détenues sur plusieurs OPCVM de manière à estimer la liquidité globale de ces positions en cas de risque de sortie simultanée des porteurs (e.g. risque de réputation de la SGP). Deux autres (3,6 %) prévoient la mise en place d'un tel suivi. La SGP n°4 effectue un tel suivi consolidé, tandis que la SGP n°1 effectue un tel suivi pour certaines classes d'actifs peu ou pas

liquides et la SGP n°3 s'assure qu'un tel suivi est effectué par les entités auprès desquelles elle délègue la gestion de ses OPCVM, le cas échéant.

Un acteur a mis en place un suivi innovant des OPCVM comparables gérés par d'autres SGP sur son segment *small caps* dans le but d'éviter un risque de contagion systémique : les souscriptions/rachats de ces OPCVM sont surveillés mensuellement et, en cas de retrait important, les principaux titres détenus par ces OPCVM sont identifiés (si l'information figure dans les *reporting* commerciaux) et mis sous vigilance. Si ce type d'approche semble intéressant sur des univers d'investissement « de niche », leur généralisation à d'autres univers semble par nature plus complexe.

Rappels réglementaires

- **Article 321-81 du RG AMF** : « I. - La société de gestion de portefeuille adopte des dispositions, des procédures et des techniques appropriées et efficaces en vue :
- a) de mesurer et de gérer à tout moment les risques auxquels les OPCVM qu'elle gère sont exposés ou susceptibles d'être exposés ; [...]
 - II. - Aux fins du I, la société de gestion de portefeuille prend les mesures suivantes pour chaque OPCVM qu'elle gère :
 - a) elle met en place des dispositions, des procédures et des techniques de mesure des risques suffisantes pour garantir que les risques des positions prises et leur contribution au profil de risque global sont mesurés de manière fiable sur la base de données solides et crédibles et que les dispositions, procédures et techniques de mesure des risques sont documentées d'une manière appropriée ;
 - b) elle effectue périodiquement, le cas échéant, des vérifications a posteriori afin d'évaluer la validité des dispositions en matière de mesure des risques qui comprennent des prévisions et des estimations basées sur des modèles ; [...]
 - c) elle effectue, lorsque cela est approprié, des simulations périodiques de crise et des analyses périodiques de scénarios afin de tenir compte des risques résultant d'évolutions possibles des conditions de marché susceptibles d'avoir une incidence négative sur les OPCVM gérés ;
 - d) elle établit, met en œuvre et maintient opérationnel un système documenté de limites internes relatif aux mesures de gestion et de contrôle des risques auxquels chaque OPCVM est exposé, compte tenu de tous les risques mentionnés à l'article 321-76, qui sont susceptibles d'être significatifs pour l'OPCVM, et en veillant à ce que la conformité au profil de risque des OPCVM soit respectée ; [...]
 - III. - La société de gestion de portefeuille utilise une procédure de gestion du risque de liquidité appropriée pour tous les OPCVM qu'elle gère.
Cette procédure lui permet notamment de garantir que tous les OPCVM qu'elle gère peuvent respecter à tout moment l'obligation prévue au troisième alinéa de l'article L. 214-7 ou à l'article L. 214-8 du code monétaire et financier.
Le cas échéant, elle effectue des simulations de crise qui lui permettent d'évaluer le risque de liquidité auquel les OPCVM sont exposés dans des circonstances exceptionnelles. »

Bonnes pratiques

- Prévoir la possibilité d'ajuster les exigences de liquidité des portefeuilles à une fréquence supérieure à celle des simulations de crise, notamment en cas de modification des conditions de marché.
- Réaliser, lorsque c'est opportun, un suivi consolidé sur plusieurs portefeuilles sous gestion, des positions en instruments financiers dont le niveau de liquidité est faible.

La réalisation d'un tel suivi est cohérent avec le Point 72 des orientations de l'ESMA sur les simulations de crise de liquidité dans les OPCVM et les FIA qui prévoit que tout gérant combine les simulations de

crise de liquidité sur plusieurs fonds qu'il gère s'il estime que cela est approprié pour les fonds concernés.

- Associer de manière pertinente les départements/fournisseurs tiers en charge de l'exécution des ordres à l'établissement des hypothèses de liquidation et intégrer ces vues de marché dans les processus et procédures d'estimation de la liquidité des actifs.

Mauvaises pratiques

- Ne pas justifier le choix de la fenêtre d'observation des volumes d'échanges utilisés pour le suivi du risque de liquidité et ne pas prévoir de processus régulier d'ajustement de cette fenêtre, notamment dans le cas de conditions de marché inhabituelles.
- Retenir des hypothèses de liquidation qui ne correspondent pas à la manière dont pourrait être désinvesti un portefeuille.

Ceci est cohérent avec le Point 47 des orientations de l'ESMA sur les simulations de crise de liquidité dans les OPCVM et les FIA qui précise les objectifs auxquels doivent répondre les méthodes de liquidation utilisées lors d'une simulation de crise de liquidité.

- Intégrer les données de transactions de gré à gré de type « blocs » de titres dans les données de volumes d'échanges utilisées pour le calcul des indicateurs de liquidité des portefeuilles d'actifs gérés.
- Ne pas effectuer un minimum de diligences *a posteriori* sur la qualité des données de marché et des hypothèses choisies, spécialement lorsque celles-ci proviennent d'une table de négociation tierce.

Prise en compte du risque de besoin de liquidité lié aux recours aux dérivés

Il ressort des contrôles SPOT que seule une SGP du Groupe 1 prévoit le calcul et le suivi formels d'un ratio de couverture du risque de la liquidité lié aux échanges de flux intervenant dans le cadre des instruments dérivés.

De manière plus large, il apparaît que la plupart des SGP considèrent les appels de marge exclusivement comme un sujet de réconciliation et de gestion de trésorerie sans impact potentiel sur la gestion. Ces constats sont confirmés par les réponses au questionnaire. En particulier, 53 % des SGP concernées par les appels de marge¹⁰ n'ont aucun processus de prise en compte des besoins de liquidité afférents. Or il s'agit d'une source de besoins de liquidités potentiellement significatifs dont il convient de s'assurer qu'ils puissent être couverts dans des conditions qui ne soient pas à la défaveur des investisseurs.

Ce constat est par exemple largement répandu pour les CFD. Ceux-ci sont des dérivés OTC particuliers puisque leurs modalités d'achat et de vente diffèrent peu d'un achat des actifs sous-jacents si ce n'est que le fonds ne doit avancer qu'un montant de collatéral et non le montant total de l'exposition. De fait, plusieurs SGP indiquent estimer la liquidité des CFD de la même manière que celle des actions sous-jacentes. C'est notamment le cas de la SGP n°3. Toutefois, les CFD sont avant tout des dérivés OTC pouvant générer des appels de marge significatifs contrairement à un investissement en actions.

Le premier niveau de prise en compte des appels de marge consiste à conserver une poche de liquidité ou d'actifs très liquides pour y faire face. 38 % des SGP concernées le font sans avoir recours à une estimation factuelle du montant.

Notamment, deux SGP calculent des niveaux de *Value at Risk* sur les positions sur dérivés pour estimer les variations extrêmes d'appels de marge dans 99 % des cas à horizon 5 à 7 jours (le temps de pouvoir notifier le

¹⁰ 27 SGP sont considérées comme étant particulièrement concernées par les margin calls car elles gèrent des fonds avec des leviers supérieurs à 75 % et des produits dérivés listés en portefeuille.

défaut de la contrepartie et remplacer la position). Cette mesure, notamment utilisée dans le cadre des modèles internes bancaires et assurantiels permet de dimensionner la poche d'actifs liquides du fonds pour faire face à de telles éventualités. Pour l'une des deux SGP, la poche d'actifs liquides est réduite du montant correspondant à la perte estimée dans le cadre des simulations de suivi du risque de liquidité. D'autres SGP importantes ne disposent pas à ce jour de tels modules. L'une des SGP du Groupe 1 a indiqué aux services de l'AMF prévoir d'introduire la possibilité d'établir des simulations des dépôts de garantie initiaux en conditions stressées.

Aucune SGP n'estime le risque d'augmentation des dépôts de garantie initiaux en lien avec une augmentation de la volatilité alors que les modèles de calibrages utilisés par les compensateurs sont pourtant connus à cet égard. Une SGP a pu transmettre aux services de l'AMF la newsletter de son agent compensateur faisant état des évolutions de taux de dépôts de garantie initiaux avant et pendant la crise sanitaire liée au COVID-19. Le calcul des dépôts de garantie initiaux étant dépendant de la volatilité de l'instrument, leurs montants sont habituellement assez réguliers mais peuvent varier fortement lors de chocs sur les marchés comme lors de la crise financière de 2008 ou celle de la crise sanitaire liée au COVID-19. Le niveau de dépôt de garantie initial est calculé en nominal et son augmentation couplée à une importante performance négative des titres provoque un effet démultiplicateur en temps de crise. Il apparaît que l'augmentation a été très importante pendant la crise, en moyenne 143 % pour le taux de dépôt de garantie initial alors qu'il est uniquement de 80 % sur leur nominal.

Sur le *future* S&P 500 Index par exemple, le niveau de dépôt de garantie initial est passé, du début de la crise covid-19 au pic¹¹, de 33 000 \$ à 60 000 \$ par contrat soit une augmentation de 82 %, le taux accusant quant à lui d'une augmentation de 156 %, passant de 3,9 % à 10,8 %.

À titre de comparaison, l'augmentation avait été de 70 % pour le niveau des dépôts de garantie initiaux et de 104 % pour leur taux pendant la crise financière de 2008.

Concernant les CFD, en matière de disponibilité de trésorerie, il est important de prendre en compte les contraintes contractuelles : délai de restitution du collatéral en cas de réduction de l'exposition, possibilité d'effectuer des réinitialisations intermédiaires. Les CFD ne font pas l'objet d'appels de marge quotidiens, en revanche, la réinitialisation (mensuelle) peut impliquer de forts mouvements de trésorerie qui peuvent être amplifiés par des mouvements de collatéral.

Rappels réglementaires

- **Article 321-81 du RG AMF** : « III. - La société de gestion de portefeuille utilise une procédure de gestion du risque de liquidité appropriée pour tous les OPCVM qu'elle gère.
Cette procédure lui permet notamment de garantir que tous les OPCVM qu'elle gère peuvent respecter à tout moment l'obligation prévue au troisième alinéa de l'article L. 214-7 ou à l'article L. 214-8 du code monétaire et financier.
Le cas échéant, elle effectue des simulations de crise qui lui permettent d'évaluer le risque de liquidité auquel les OPCVM sont exposés dans des circonstances exceptionnelles.
IV. - La société de gestion de portefeuille garantit que pour chaque OPCVM qu'elle gère, le profil de liquidité des investissements de l'OPCVM est conforme à la politique de remboursement figurant dans le règlement, les statuts ou le prospectus.
V. - La société de gestion de portefeuille s'assure que l'OPCVM est capable à tout moment de répondre à l'ensemble des obligations de paiement et de livraison auxquelles elle s'est engagée dans le cadre de la conclusion de contrats financiers.

¹¹ Etude JP Morgan sur la période totale du 21/02 au 29/04, le pic pouvant dépendre d'un instrument à l'autre.

VI. - *La procédure de gestion des risques permet de s'assurer que la société de gestion de portefeuille respecte à tout moment les obligations mentionnées au V. »*

Bonnes pratiques

Simuler les impacts de scénarios de stress de marché sur les appels de marge liés aux instruments dérivés utilisés, et prendre en compte les résultats de ces simulations pour apprécier le niveau de liquidité d'un portefeuille. Il est à noter que selon le Point 58 des orientations de l'ESMA précitées, les rachats nets ne constituent pas le seul risque de liquidité pertinent découlant des passifs inscrits au bilan du fonds et devant par conséquent faire l'objet de simulations de crise de liquidité, et donne l'exemple d'un niveau d'appels de marge qu'un fonds ne serait pas en mesure de financer. Il est précisé que les plans d'urgence devraient correctement refléter cette situation.

Mauvaises pratiques

- Ne pas formaliser dans une politique ou une procédure les exigences de la SGP en matière de clauses de résiliation des dérivés OTC selon leur nature et leurs caractéristiques de liquidité.
- Ne pas prendre en compte l'augmentation des dépôts de garantie initiaux qui pourrait résulter d'une hausse de la volatilité.
- Ne pas faire d'analyse préalable des modalités de résiliation des contrats financiers à terme de sorte que leurs possibles impacts sur le risque de liquidité ne sont pas pris en compte de manière appropriée. Il est à noter que selon le Point 57 des orientations de l'ESMA précitées, tous les éléments de passif pertinents inscrits au bilan du fonds, y compris ceux autres que les rachats, devraient faire l'objet de simulations de crise de liquidité.

5.3. PRISE EN COMPTE DES BESOINS DE LIQUIDITE LIES AUX RACHATS DE PARTS/ ACTIONS D'OPCVM DANS LA GESTION DE LA LIQUIDITE

Le niveau de prise en compte des besoins de liquidité issus des rachats dans le dispositif de gestion de la liquidité est très variable. L'attention portée à la collecte de données et à la modélisation de ce risque est globalement de moindre ampleur et qualité que celle relative au risque de liquidité des actifs et dépendante des réseaux de distribution de la SGP.

Concernant les SGP ayant fait l'objet d'un contrôle SPOT, si toutes effectuent un suivi des souscriptions et rachats et tentent autant que possible d'identifier le client à l'origine du mouvement, une grande variabilité de l'effort déployé est constatée. D'autre part, l'utilisation de cette donnée par le contrôle des risques est également variable. Au sein de la SGP n°1, une équipe de 9 personnes est en charge de cette tâche. Le contrôle des risques utilise ces données pour établir un *reporting* mensuel des mouvements et des clients principaux.

La grande majorité des gérants dispose d'un suivi des principaux mouvements de passif, à des fins de calculs de rétrocessions. Néanmoins, la capacité à avoir accès à de l'information permettant de modéliser le risque de rachats est inégale et généralement d'autant plus faible que la commercialisation des placements collectifs gérés est intermédiée.

De façon générale, l'ensemble des acteurs a fait part aux services de l'AMF de l'existence de limites intrinsèques à la connaissance détaillée de la clientèle par les placements collectifs admis en Euroclear. Le système de TPI (Service des titres au porteur identifiables d'Euroclear permettant à un émetteur de titres de connaître l'identité des titres

au porteur) n'est pas utilisé de façon récurrente par les SGP pour évaluer les risques de rachat. À cet égard, les orientations de l'ESMA précitées sur les simulations de crise de liquidité prévoient au passif que les stress tests se basent sur des historiques de rachat de l'OPCVM ou de fonds comparables mais également sur des scénarios hypothétiques ainsi que sur des simulations de crise inversées¹². Si la qualité des données le permet, la SGP devrait également effectuer des simulations différenciées par type d'investisseurs voire de manière plus granulaire (catégorie, concentration, emplacement géographique ou stratégie des investisseurs). Le réseau de distribution¹³ est également listé comme une source d'information pour les stress tests. L'ESMA prévoit des orientations concernant l'attitude à adopter par les SGP face à cette limitation de données : ainsi en l'absence de données, le gérant doit éviter les hypothèses trop optimistes, justifier un recours aux modèles de simulation de crise de liquidité de tiers et émettre un jugement qualitatif d'expert.

Des niveaux et approches très épars de connaissance du passif

Trois grandes familles de réponses relatives au risque au passif ont été identifiées.

- *Une connaissance approximative du passif sans formalisation :*

Quelques SGP, notamment 4 de taille petite ou moyenne, n'estiment pas nécessaire de disposer d'une connaissance approfondie des porteurs de leurs OPCVM et se contentent de suivre les grandes typologies de clients. Pour elles, la gestion de la liquidité se fait plus à l'actif et notamment par le suivi du niveau de trésorerie disponible. Une autre SGP ne prend pas en compte pas les facteurs tels que la typologie de clients ou l'historique des rachats de ses OPCVM « *étant donné que l'historique des rachats sur trois ans montre que les OPCVM ne sont jamais en difficulté de liquidité* ».

Une connaissance très limitée du passif des OPCVM et donc une prise en compte limitée dans la gestion des risques sont parfois dues à des difficultés opérationnelles pour récupérer les données concernant les clients finaux, notamment lorsque la SGP ne distribue pas elle-même ses OPCVM. À ce titre, l'une des SGP qui gère une gamme d'ETF n'a connaissance de quasiment aucun de ses clients finaux étant donné que les souscriptions/rachats traités au « primaire » le sont par des « Authorized Participants » qui ne conservent pas en propre des positions. Les analyses de liquidité sont donc limitées et calibrées sur le niveau de rachat dans la limite du seuil de déclenchement des *gates* lorsqu'il est mentionné dans le prospectus si elles existent.

La prise en compte du seul seuil de déclenchement des *gates* comme facteur limitant *de facto* le risque de rachat des OPCVM n'apparaît pas satisfaisante au regard de l'intérêt des porteurs de parts des fonds concernés.

- *Une bonne connaissance du passif grâce à une commercialisation directe mais souvent accompagnée d'un dispositif de suivi léger :*

Plusieurs gérants ont une bonne connaissance du passif de leurs OPCVM du fait d'une typologie essentiellement professionnelle auprès de laquelle ils commercialisent directement (clients institutionnels, intragroupe, mandat de gestion privée intragroupe etc.). Ils s'appuient sur cette connaissance pour justifier d'un passif stable et donc d'un

¹² 53. Dans des conditions de crise, les scénarios pouvant servir d'exemple sont les tendances historiques, les événements passés, les tendances actuellement constatées dans des fonds comparables, les scénarios hypothétiques/axés sur les événements et les simulations de crise inversées.

¹³ 52. Dans des conditions normales, les gestionnaires pourraient surveiller les flux sortants historiques (moyenne et tendances dans la durée), les volumes de rachats moyens de fonds comparables et les informations tirées de tout réseau de distribution concernant les prévisions de rachat. Les gestionnaires devraient veiller à ce que la série temporelle soit suffisamment longue pour correctement refléter des « conditions normales ».

besoin de suivi moindre à ce niveau. C'est notamment le cas de la SGP n°3, dont la clientèle est essentiellement institutionnelle si bien que la société n'effectue qu'un suivi biannuel des plus importants rachats historiques.

Une autre SGP avec laquelle les services de l'AMF ont eu des entretiens plus avancés ne semble pas rencontrer de difficultés particulières pour l'identification de ses porteurs mais estime que la diversification du passif ne requiert par un niveau de modélisation élevé : « *Les portefeuilles disposent de façon générale d'un passif varié entre gestion privée, distribution retail, institutionnels. Cette diversité de passif permet un bon équilibre et a toujours permis de bien résister aux chocs de marché. Il n'y a pas de modélisation du passif d'un portefeuille.* ». De même, une SGP spécialisée en gestion privée indique : « *Compte tenu de notre activité de société de gestion dédiée à l'activité de banque privée et des données observées sur longue période, ce degré de granularité ne présente pas d'approche additionnelle dans ce contexte.* ». Là encore, la présomption de résistance à des chocs passés comme argument justifiant une absence de suivi apparaît comme une approche insuffisante en matière de gestion des risques.

- *Une connaissance fine du passif grâce à un investissement fort de la société de gestion :*

À l'inverse, en ce qui concerne les gérants ciblant une clientèle de particuliers à travers des canaux de distribution divers (plateformes, conseillers en investissements financiers, etc.), la connaissance des investisseurs finaux est souvent très lacunaire. Seuls quelques gérants ont fourni des efforts importants pour rechercher l'origine des flux entrants et sortants, avant tout pour des raisons commerciales. Par exemple, une SGP filiale d'une banque privée a mis en place une équipe de 4 personnes dédiées au suivi du passif afin, d'une part, de pouvoir collecter les montants de frais de distribution à payer et, d'autre part, de mieux connaître ses clients finaux et, de ce fait, d'optimiser le maintien des clients, notamment en cas de crise. Ainsi, la société a défini une limite à respecter d'un maximum de 10% de passif inconnu.

À ce titre les SGP expliquent régulièrement que les distributeurs ne souhaitent pas leur communiquer des informations sur leur clientèle autres que celles leur permettant de calculer leur montant de rétrocessions par exemple. Pourtant, la transmission de quelques données statistiques (encours moyen détenu par client, poids des X principaux clients) permettrait utilement de calibrer des modèles de rachats par les gérants et améliorer significativement la gestion des risques sur ce plan. À défaut, certaines SGP utilisent des hypothèses conservatrices basées sur le rachat de l'ensemble de la clientèle d'un distributeur. Ce type d'approximation ne peut toutefois pas être utilisé dans le cas d'une clientèle dépendant largement d'un unique réseau.

Une autre SGP a indiqué lors des entretiens avec les services de l'AMF préférer suivre les niveaux de concentration au niveau des assureurs puisque d'après eux les CGP ont un comportement similaire du fait de modèles d'allocations comparables.

Dispositif de suivi du risque au passif

Au cours de la Phase 1, 77 % des gérants ont déclaré prendre en compte des informations sur les porteurs de leurs OPCVM dans leur dispositif de gestion de la liquidité. Néanmoins, au même titre que la connaissance du passif, le niveau de formalisation et la qualité des *reportings* concernant le passif sont très inégaux. Les indicateurs les plus couramment présents au sein des *reportings* de liquidité sont :

- les historiques de rachats sur l'OPCVM ou sur un fonds comparable : moyen, maximum 1 jour, maximum 1 semaine, maximum 1 mois, VaR, CVaR, etc. ;
- la typologie des investisseurs : *Retail*, Institutionnels, Interne, Externe, Stable, Instable... ;
- les niveaux de concentration : *Top X* clients, ratio d'emprise par client.

En complément des *reportings* décrivant le passif existant et l'historique des rachats de parts, certaines sociétés, en général de taille moyenne à importante, mentionnent avoir mis en place des scénarios hypothétiques de rachats ou être en cours de développement de stress tests au passif, en adéquation avec les orientations de l'ESMA précitées sur les simulations de crise de liquidité. Comme précédemment mentionné, certaines SGP indiquent toutefois ne pas souhaiter procéder à de telles analyses du fait de la typologie de leurs investisseurs et l'absence de rachats de parts significatifs observés.

Les hypothèses de rachat de parts sont calibrées sur la base des rachats historiques des OPCVM de la société (rachats les plus importants), du montant détenu par les clients les plus importants (par exemple, sortie du top 3 des investisseurs), d'un montant forfaitaire (-5 %, -25 %, -50 %, etc.) avec éventuellement une prise en compte de la typologie de porteurs de l'OPCVM et des conditions contractuelles de rachat (périodicité, possibilité d'activer un *gate*). À l'inverse, quelques gérants ne se basent que sur les conditions contractuelles de rachat et utilisent une hypothèse de 100 % de rachats de parts sur la prochaine date possible de rachat.

À noter que certaines SGP soulignent qu'utiliser l'historique des rachats n'est pas toujours pertinent. Deux d'entre elles, dont la SGP n°4 préfèrent utiliser des historiques de rachats de parts importants observés sur d'autres fonds. Une SGP mentionne que, lorsque l'historique des rachats de parts n'est pas disponible sur un OPCVM, l'historique d'un fonds comparable est utilisé. Un autre gérant indique que, du fait de la croissance d'un de ses OPCVM, l'historique n'est pas pertinent car trop optimiste. À l'inverse, l'une des SGP ne souhaite pas prendre en compte le rachat de parts le plus important de ses OPCVM pour calibrer les hypothèses de rachat futurs car la société a subi des événements non répétables selon elle (départ d'un gérant et sanctions AMF). Elle préfère ainsi choisir une hypothèse beaucoup moins conservatrice (5 % forfaitaire).

Concernant les SGP du Groupe 1, la SGP n°1 a mis en place des stress tests basés sur le calcul d'une VaR conditionnelle pour estimer l'impact de la sortie des principaux porteurs de l'OPCVM. Le calibrage de ces tests étant ancien, la SGP finalise une revue du dispositif afin d'introduire davantage de granularité dans le cadre de la mise en conformité aux orientations de l'ESMA précitées sur les simulations de crise de liquidité et d'intégrer les observations liées à la récente crise sanitaire. Le contrôle des risques de la SGP n°3 suit quant à lui la concentration des principaux porteurs de manière mensuelle et suit les principaux rachats historiques de manière semestrielle. La SGP n°4 a mis en place des scénarios de rachats basés sur les historiques et sur la base de quantiles à 90 % pour les scénarios normaux et 99 % pour ceux stressés. Enfin, la SGP n°2, applique un *scoring* de liquidité du passif suivant une approche multicritères prenant en compte les données historiques, la concentration et la typologie des clients et applique un scénario de stress de rachat pour les OPCVM identifiés comme étant susceptibles de présenter un risque de liquidité.

L'adéquation entre l'actif et le passif est souvent réalisée de manière non formalisée par le biais de la comparaison des résultats des contrôles à l'actif et au passif dans le cadre des comités des risques par exemple. Les SGP n°3 et n°4 par exemple ne formalisent pas leur contrôle d'adéquation. Cela s'explique par le fait que les orientations de l'ESMA précitées sur les simulations de crise de liquidité n'étaient pas encore applicables lors des échanges avec les SGP. Il s'agissait pour la majorité d'un point d'amélioration détecté dans le cadre des travaux de mise en conformité avec ces orientations.

Actions mises en place par les sociétés en lien avec leur dispositif de suivi du passif

Les services de l'AMF n'ont identifié que peu d'actions concrètes liées à l'utilisation de ces modèles par les risques. Les actions menées par la SGP en lien avec le dispositif de suivi du passif peuvent être : la calibration de la taille de l'OPCVM (mais généralement régulièrement augmentée à mesure que l'OPCVM s'approche de la taille prédéfinie) et des limites de liquidité à l'actif via les stress tests de liquidité, la mise en place éventuelle de fonds destinés à des clients de taille importante, la calibration des conditions contractuelles de rachat, la réallocation du portefeuille par les gérants en fonction des rachats futurs...

Si de rares sociétés ont pleinement associé les différentes fonctions (gérants, *middle office*, *risk managers*, direction) à la gestion du risque au passif, il s'agit pour beaucoup d'un exercice effectué par les équipes de risques qui ne donne pas lieu à des actions concrètes sur la gestion des OPCVM.

Quelques gérants essaient d'adapter continuellement les hypothèses de rachat en sondant leurs commerciaux sur les rachats anticipés et en appelant leurs porteurs les plus importants. En période de tensions renforcées sur les marchés, certains gérants ont proactivement pris l'attache de leurs principaux clients institutionnels afin de leur demander s'ils envisageaient de racheter leurs parts d'OPCVM à court terme (notamment sur les MMF). Ce renforcement temporaire des actions vis-à-vis des clients afin de mieux maîtriser le risque de liquidité constitue une bonne pratique qui pourrait être systématisée en cas de tensions de liquidités accrues identifiées par la fonction de gestion des risques sur une classe d'actifs.

Cette absence de leviers concrets qui peuvent être utilisés par le département de contrôle des risques pour prévenir ou anticiper la survenance de rachats significatifs limite fortement la capacité de gérer efficacement le risque de liquidité des OPCVM.

Rappels réglementaires

- **Article 321-81 du RG AMF** : « III. - La société de gestion de portefeuille utilise une procédure de gestion du risque de liquidité appropriée pour tous les OPCVM qu'elle gère.
Cette procédure lui permet notamment de garantir que tous les OPCVM qu'elle gère peuvent respecter à tout moment l'obligation prévue au troisième alinéa de l'article L. 214-7 ou à l'article L. 214-8 du code monétaire et financier.
Le cas échéant, elle effectue des simulations de crise qui lui permettent d'évaluer le risque de liquidité auquel les OPCVM sont exposés dans des circonstances exceptionnelles. »

Bonnes pratiques

- Adopter une attitude proactive auprès des porteurs d'OPCVM et des réseaux de distribution en cas de situation de stress des marchés financiers.
 - Appliquer des scénarios de simulations de crise de liquidité renforcés qui impliquent une fréquence et/ou un niveau de détails plus importants pour les OPCVM identifiés comme étant susceptibles de rencontrer des problèmes de liquidité.
- Il est à noter que selon le Point 62 des orientations de l'ESMA précitées, les conclusions tirées des simulations de crise de liquidité effectués par les gestionnaires d'actifs moins liquides peuvent présenter des caractéristiques spécifiques.

Mauvaise pratique

- Ne pas chercher à identifier les causes de variations du passif autres que les rachats (ex : appels de marge).

En matière de simulations de crise de liquidité, le Point 57 des orientations de l'ESMA prévoit que tous les éléments de passif pertinents inscrits au bilan du fonds, y compris ceux autres que les rachats, devraient faire l'objet de simulations de crise de liquidité.

5.4. UTILISATION DES OUTILS DE GESTION DE LA LIQUIDITE DANS LES OPCVM

Les services de l'AMF ont analysé les modalités selon lesquelles les SGP qui gèrent des OPCVM prennent en compte les possibilités prévues par le code monétaire et financier de suspendre le rachat ou l'émission de parts ou actions, ou de plafonner les rachats de parts ou actions.

Les services de l'AMF ont fait le constat d'une générale frilosité des SGP à l'introduction de ces outils dans les prospectus et/ou les règlements/statuts des OPCVM. Ce constat se décline différemment selon la nature des outils.

Le blocage le plus important est envers les *gates*. Une étude¹⁴ conjointe de la DESR et de la Banque de France de juillet 2020 concluait à la présence de *gates* dans 7 % des classes de parts (OPCVM et FIA). En ce qui concerne les OPCVM, le chiffre s'établit à 11 %. Les constats du *CSA UCITS Liquidity* sont cohérents avec ces chiffres. Il s'agit principalement d'un blocage psychologique et commercial. Plusieurs SGP considèrent que cet outil pourrait être perçu négativement par les investisseurs qui y verraient un signal que le gérant ne peut pas piloter convenablement son risque de liquidité. Les services de l'AMF ont rappelé à ces SGP qu'il s'agit d'un outil qui ne peut être utilisé que dans des situations exceptionnelles. D'autre part, l'aspect commercial est structurant dans la réflexion sur les *gates*. Les SGP ne souhaitent pas en avoir sur les OPCVM où la concurrence n'en a pas déjà intégré.

Plus précisément, plusieurs SGP indiquent qu'un des freins à l'introduction des *gates* sur les OPCVM est la réticence des assureurs proposant de tels fonds en supports de contrats d'assurance-vie en unités de comptes. Cette réticence serait notamment liée au fait que l'activation de *gates* dans des OPCVM constituant des unités de compte pourrait affecter la capacité des assureurs à échelonner les rachats sur ces unités en fonction de leurs contraintes.

À cet égard, si certaines SGP en déploient progressivement sur certains de leurs fonds et sur les classes d'actifs les plus illiquides, d'autres considèrent « par principe » qu'une telle introduction n'est pas souhaitable.

Certaines encore, à l'image de la SGP n°3, ne disposent de cet outil que sur les OPCVM agréés dans certaines juridictions comme le Luxembourg où ce type de dispositif est plus répandu car faisant l'objet d'une incitation par le régulateur.

Concernant le *swing pricing*, les SGP semblent plus ouvertes à intégrer cet outil sur certaines classes d'actifs comme les obligations *high yield*. Sur les 55 SGP de la phase 2, 33 ont déclaré avoir mis en place soit du *swing pricing*, soit des *gates* sur au moins un de leur OPCVM.

¹⁴ Darpeix, Le Moign, Mème, Novakovic (2020). *Présentation et recensement des outils de gestion de liquidité des fonds français*. Collection Risques et Tendances de l'AMF. [Accessible en ligne : <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/publications/rapports-etudes-et-analyses/presentation-et-recensement-des-outils-de-gestion-de-la-liquidite-des-fonds-francais>]

Dans le cadre du questionnaire qualitatif (phase 2) transmis aux 55 SGP, des questions leur ont été posées sur (i) l'existence de procédures relatives à la mise en place d'outils de gestion de la liquidité et (ii) de procédures relatives au déclenchement de ces outils de gestion de la liquidité.

Sur les 55 SGP interrogées, 28 ont déclaré n'avoir aucune procédure de mise en place d'outils de gestion de la liquidité. Parmi les autres, des processus divers sont décrits. Ainsi, un nombre non-négligeable de SGP (13) indique mettre en place une réflexion au moment du lancement du produit, sans cependant se reposer nécessairement la question en cours de vie. Les SGP n°1 et n°2, par exemple, disposent d'un comité produits et services au sein duquel est discuté l'opportunité de mettre en place des outils de gestion de la liquidité à chaque lancement d'OPCVM. D'autres (12 SGP) mettent en avant un processus informel de revue sur leur gamme, à l'occasion notamment de la détection d'éventuelles vulnérabilités en comité des risques. Sur les 2 SGP faisant référence explicitement à des procédures de mise en place d'outils de gestion de la liquidité, les investigations menées montrent qu'il s'agit davantage d'aspects opérationnels de mise en place que d'orientations guidant la réflexion de la SGP en fonction de critères d'appréciation du risque de liquidité. 2 SGP indiquaient par ailleurs travailler à la mise en place de procédures, tandis que plusieurs SGP signalaient des projets en cours de réflexions sur l'intégration d'outils de gestion de la liquidité, à la suite notamment des tensions de marché liées à la crise sanitaire liée au COVID-19.

Concernant les procédures de déclenchement d'outils de gestion de la liquidité, 38 SGP déclaraient ne pas en avoir (dont 20 SGP pour lesquels un outil de gestion de la liquidité est identifié pour au moins un OPCVM, ce qui représente plus de la moitié des SGP dans ce cas). À l'inverse, 5 SGP indiquaient avoir prévu un cadre au moins informel, c'est-à-dire non formalisé, de déclenchement d'outils de gestion de la liquidité bien que n'en ayant mis en place pour aucun OPCVM à ce jour. Comme pour les procédures de mise en place, les quelques procédures écrites identifiées portent davantage sur le dispositif opérationnel et la gouvernance que sur des orientations relatives à l'opportunité de déclencher ou non les outils de gestion de la liquidité, qui reste donc un processus éminemment qualitatif (ce qui ne semble pas poser de problème particulier).

Les services de l'AMF se sont concentrés sur les SGP qui déclarent n'avoir mis en place aucune procédure relative aux outils de gestion de la liquidité, que ce soit sur leur mise en place ou sur leur déclenchement (24 SGP). Parmi ces SGP, 10 ont cependant mis en place en pratique au moins un fonds avec des *gates* ou du *swing pricing*. Pour 5 d'entre elles toutefois, les services de l'AMF ont identifié qu'il existait au moins un OPCVM pour lequel le profil de liquidation pouvait poser question (au moins 5% de l'actif mettant plus de trois mois à se liquider). Si l'absence de réflexion systématique formalisée peut paraître mineure dans le cadre de fonds se liquidant rapidement, une telle situation paraît critique dès lors que des difficultés de liquidation potentielles sont identifiées.

A cet égard, il est rappelé que les orientations de l'ESMA précitées sur les simulations de crise de liquidité prévoient déjà la possibilité de faire des stress tests lors de la création du fonds pour déterminer l'utilité d'y prévoir des outils de gestion de la liquidité¹⁵ ainsi que la possibilité d'intégrer de nouveaux outils comme plans de remédiation suite à des résultats de stress tests de liquidité problématiques¹⁶.

Dans le cadre des discussions, plusieurs SGP ont indiqué avoir pour plan d'amélioration de leur dispositif de *swing pricing*, la mise en place ou l'amélioration du contrôle *a posteriori* de la cohérence entre le *swing factor* estimé *a priori* et le coût réel des opérations de désinvestissement. Ce contrôle est très important puisqu'un calibrage

¹⁵ "41. LST **can** also be used at fund launch to help identify factors material to the future risk management of the fund. For example: quantifying the sensitivity of the fund's liquidity risk; identifying factors impacting liquidity risk; identifying metrics/key risk indicators to monitor liquidity risk going forward; the frequency of risk management; and assessment of any potential ex post a-LMT or special arrangements to be included in the prospectus or fund rules."

¹⁶ "29. LST should assist a manager in preparing a fund for a crisis, and in its broader contingency planning. This contingency planning **may** involve a manager's plans to operationalise applying ex post a-LMT to a fund."

conservateur en « *vertical slicing* » peut amener à des *swing factors* très importants alors même que le désinvestissement effectif se limite à quelques lignes liquides (« *waterfall* ») et a donc un coût réel plus restreint. Le différentiel, s'il n'est pas maîtrisé, peut servir de moteur de performance pour les porteurs restants. Dans le cadre du CSA *UCITS Liquidity*, la SGP n°1 a indiqué à la mission de contrôle prévoir de mettre en place deux nouvelles méthodes de mesure de l'impact d'un désinvestissement : la liquidation par tranches et la liquidation en cascade (*waterfall*) sans toutefois préciser si ces éléments seraient mis à contribution, par la SGP, pour vérifier le bon calibrage du *swing pricing*. Cette pratique pose deux questions :

- modalités d'adossement de l'ordre de rachat : le risque qu'une modalité de cession en *waterfall* en conditions « tendues » de marché fait courir pour les porteurs restants ;
- conformité à la charte AFG : la possibilité au titre de la charte de bonne conduite pour le Swing Pricing et les droits d'entrée et de sortie ajustables acquis aux fonds de l'AFG¹⁷ d'utiliser une estimation « conservatrice » du *swing pricing* même si celle-ci ne correspond pas à la modalité de cession qui sera mise en œuvre. En ce sens, cette charte prévoit que les méthodes d'estimation du coût de réaménagement du portefeuille¹⁸ présentées se basent sur des historiques de transactions ou sur des fourchettes achat-vente. Dans les deux cas, cela pourrait revenir à une estimation « réaliste » des coûts de liquidation pouvant aboutir à calibrer un *swing factor* faible dans les cas de liquidation anticipée en *waterfall*.

Par ailleurs, certaines SGP ont une réflexion sur la communication de l'amplitude du *swing* (ou « *swing factor* ») dans certaines conditions à leurs clients. Au sens du guide AFG sur le *swing pricing*¹⁹ « *ne doit pas altérer le principe de valorisation à cours inconnu. Les situations de conflits suivantes doivent notamment être prises en compte : [...] utilisation au bénéfice d'un OPC, d'un client ou du compte propre de la Société de Gestion, de la connaissance détaillée de paramètres de Swing Pricing ou de Droits Ajustables pour réaliser des mouvements de passif dans des conditions avantageuses* ». Elles estiment que la communication du *swing factor* aux clients leur permettrait d'apprécier la liquidité du marché prévalant lors des rachats quitte à ce qu'ils renoncent à effectuer leur rachat si les conditions de liquidité ne permettent pas de le faire dans de bonnes conditions. Une SGP indique fournir le *swing factor* aux clients intéressés par l'information après une période d'embargo (25 jours après la fin du mois). À ce titre, une communication de ce paramètre limitée à certains clients semble *a minima* relever d'une mauvaise pratique pouvant être considérée comme nuisant à l'équité de traitement des investisseurs.

Rappels réglementaires

- **Article L. 214-7-4 du code monétaire et financier** : « *Le rachat par la SICAV de ses actions comme l'émission d'actions nouvelles peuvent être suspendus, à titre provisoire, par le conseil d'administration, le directoire ou les dirigeants de la société par actions simplifiée, quand des circonstances exceptionnelles l'exigent et si l'intérêt des actionnaires ou du public le commande, dans des conditions fixées par les statuts de la société.* [...] *Il prévoit également les cas et les conditions dans lesquels les statuts de la SICAV peuvent prévoir que le rachat d'actions est plafonné à titre provisoire quand des circonstances exceptionnelles l'exigent et si l'intérêt des actionnaires ou du public le commande* ».
- **Article L. 214-8-7 du code monétaire et financier** : « *Le rachat par le fonds de ses parts et l'émission de parts nouvelles peuvent être suspendus à titre provisoire par la société de gestion quand des circonstances*

¹⁷ http://www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2014/06/GuidePro_SwingPricing_2014_actualise_2016.pdf

¹⁸ Pour estimer ce coût de réaménagement du portefeuille, la SGP peut se baser sur des coûts (frais de transaction, fourchette achat-vente, taxe) par classe d'actifs, par segment de marché (pays, secteur, maturité) ou par titre. Elle établit ces paramètres de calculs soit quotidiennement, soit périodiquement, cette période ne pouvant excéder 6 mois.

¹⁹ http://www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2014/06/GuidePro_SwingPricing_2014_actualise_2016.pdf

exceptionnelles l'exigent et si l'intérêt des porteurs de parts ou du public le commande, dans des conditions fixées par le règlement du fonds. [...]

Il prévoit également les cas et les conditions dans lesquels le règlement du fonds peut prévoir que le rachat de parts est plafonné à titre provisoire quand des circonstances exceptionnelles l'exigent et si l'intérêt des porteurs de parts ou du public le commande ».

- **Article 321-81 du RG AMF** : « III. - La société de gestion de portefeuille utilise une procédure de gestion du risque de liquidité appropriée pour tous les OPCVM qu'elle gère. Cette procédure lui permet notamment de garantir que tous les OPCVM qu'elle gère peuvent respecter à tout moment l'obligation prévue au troisième alinéa de l'article L. 214-7 ou à l'article L. 214-8 du code monétaire et financier. Le cas échéant, elle effectue des simulations de crise qui lui permettent d'évaluer le risque de liquidité auquel les OPCVM sont exposés dans des circonstances exceptionnelles ».

- **Article 411-20 du RG AMF** : « Toutefois, l'OPCVM peut, conformément à son règlement ou ses statuts, cesser d'émettre, partiellement ou totalement, de façon provisoire ou définitive, des parts ou actions en application du troisième alinéa de l'article L. 214-7-4 et du troisième alinéa de l'article L. 214-8-7 du code monétaire et financier, dans des situations objectives entraînant la fermeture des souscriptions, telles qu'un nombre maximum de parts ou actions émises, un montant maximum d'actif atteint ou l'expiration d'une période de souscription déterminée.

Les actions et parts sont rachetées sur la base de leur valeur liquidative dans les conditions fixées par les articles 411-123 à 411-125.

En cas de suspension temporaire en application du premier alinéa de l'article L. 214-7-4 ou du premier alinéa de l'article L. 214-8-7 du code monétaire et financier, l'OPCVM ou, le cas échéant, la société de gestion fait connaître sans délai les raisons et les modalités de la suspension des rachats au plus tard au moment de sa mise en œuvre à l'AMF et aux autorités de tous les États membres de l'Union européenne et de tous les États parties à l'accord sur l'Espace économique européen où il commercialise ses parts ou actions.

Les rachats peuvent être effectués en numéraire ou en nature. Si le rachat en nature correspond à une quote-part représentative des actifs du portefeuille, l'accord écrit signé du porteur sortant doit être obtenu par l'OPCVM ou la société de gestion. Lorsque le rachat en nature ne correspond pas à une quote-part représentative des actifs du portefeuille, l'ensemble des porteurs doivent signifier leur accord écrit autorisant le porteur sortant à obtenir le rachat de ses parts ou actions contre certains actifs particuliers, tels que définis explicitement dans l'accord.

Par dérogation à l'alinéa précédent, lorsque l'OPCVM est régi par l'article 411-134, les rachats sur le marché primaire peuvent s'effectuer en nature dans les conditions définies dans le prospectus de l'OPCVM ».

- **Article 411-20-1 du RG AMF** : « En application du dernier alinéa de l'article L. 214-7-4 et du dernier alinéa de l'article L. 214-8-7 du code monétaire et financier, l'OPCVM peut prévoir que le rachat de parts ou actions est plafonné à titre provisoire quand des circonstances exceptionnelles l'exigent et si l'intérêt des porteurs ou du public le commande. Il en est ainsi notamment lorsque, indépendamment de la mise en œuvre courante de la stratégie de gestion, les demandes de rachat sont telles qu'au regard des conditions de liquidité de l'actif de la SICAV, du fonds, ou de l'un de ses compartiments, elles ne pourraient être honorées dans des conditions préservant l'intérêt des porteurs et assurant un traitement équitable de ceux-ci ou lorsque les demandes de rachat se présentent dans des circonstances portant atteinte à l'intégrité du marché.

Les demandes de rachat sont alors plafonnées dans les mêmes proportions pour tous les porteurs concernés qui sont informés de manière particulière. La part des demandes non exécutée et représentée ne bénéficie d'aucune priorité, aux dates de centralisation suivantes, sur les nouvelles demandes présentées aux dites dates de centralisation.

La société de gestion informe l'AMF de sa décision de plafonner les rachats. Elle en informe aussi le public par tout moyen, dans les conditions fixées par le prospectus, et au moins par une mention sur son site internet.

Le règlement du FCP ou les statuts de la SICAV définissent précisément les conditions d'application de ce plafonnement, et notamment :

1° Ils fixent le seuil au-delà duquel le plafonnement des rachats intervenant à une même date de centralisation peut être décidé ;

Ce seuil doit être justifié au regard de la périodicité de calcul de la valeur liquidative, de l'orientation de la gestion et de la liquidité des actifs détenus par l'OPCVM ; il correspond au rapport entre :

la différence constatée, à une même date de centralisation, entre le montant ou le nombre de parts ou actions de l'OPCVM dont le rachat est demandé, et le montant ou le nombre de parts ou actions de ce même OPCVM dont la souscription est demandée ; et

l'actif net ou le nombre total de parts ou actions de l'OPCVM ou du compartiment considéré.

Ce seuil est déterminé sur la base de la dernière valeur liquidative publiée ou de la dernière valeur estimative calculée par la société de gestion ou du nombre de parts ou actions en circulation constaté à sa date d'établissement ;

2° Ils indiquent les modalités selon lesquelles l'OPCVM reporte la part des demandes de rachat qui n'aura pas été exécutée à la prochaine date de centralisation ou procède à son annulation. Toutefois, lorsque l'OPCVM établit sa valeur liquidative plus d'une fois par semaine, la part des demandes de rachat qui n'aura pas été exécutée est reportée automatiquement sur la prochaine date de centralisation ;

3° Ils précisent si, et dans quelles conditions, le porteur peut s'opposer au report de la part de la demande de rachat non exécutée ;

4° Ils limitent le plafonnement des rachats à un nombre maximal d'établissement de valeurs liquidatives sur une période donnée ; ce nombre maximal doit être justifié au regard de la périodicité de calcul de la valeur liquidative, de l'orientation de la gestion et de la liquidité des actifs détenus par l'OPCVM. »

Bonne pratique

- Instaurer, dans le processus de création d'un OPCVM, une analyse préalable ainsi qu'une revue périodique formalisée de l'opportunité de mettre en place des outils de gestion de la liquidité et, le cas échéant, de la pertinence du mécanisme en place et de la nécessité d'activer ces outils.

Il est à noter que selon le Point 41 des orientations de l'ESMA précitées, les simulations de crise de liquidité peuvent également être utilisées lors du lancement du fonds, afin d'identifier les facteurs importants pour la future gestion des risques au sein du fonds. Parmi ces facteurs, figure l'évaluation des éventuels outils complémentaires de gestion de la liquidité ex post ou traitements spéciaux à inclure dans le prospectus ou le règlement du fonds.

Mauvaises pratiques

- Ne prévoir dans une procédure relative aux outils de gestion de la liquidité que des modalités opérationnelles, sans préciser la méthodologie et les critères devant être appréciés pour décider de l'opportunité de leur mise en place.
- Dans le cas de mécanismes de *swing pricing*, ne pas prévoir de contrôle *a posteriori* de la cohérence entre le *swing factor* estimé *a priori* et le coût réel des opérations de désinvestissement.