

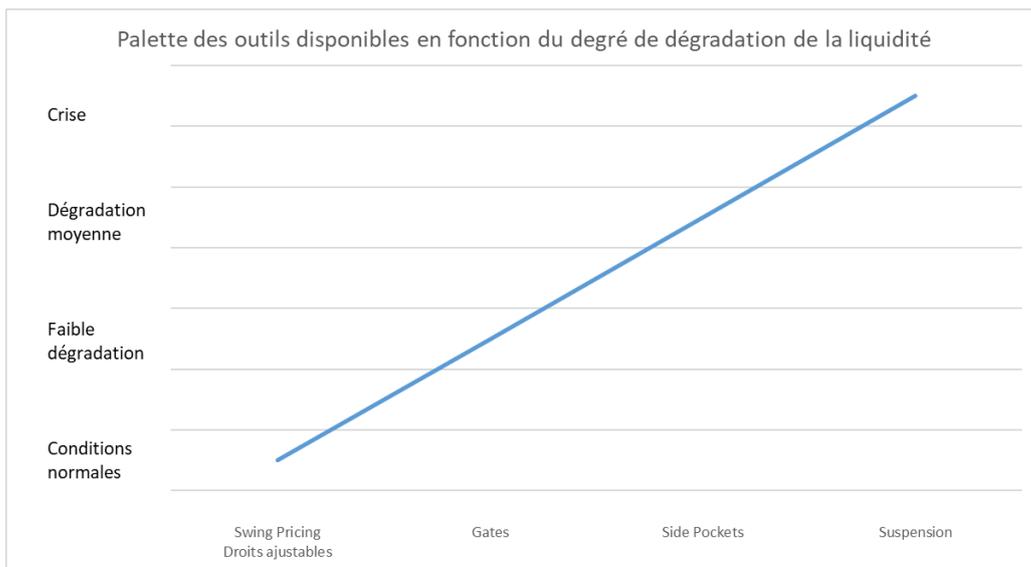
JANVIER 2022

**CONSULTATION PUBLIQUE SUR LE
RENFORCEMENT DES EXIGENCES
CONCERNANT LES OUTILS DE
GESTION DE LA LIQUIDITE**

1. QU'EST-CE QU'UN OUTIL DE GESTION DE LA LIQUIDITE ?

Les outils de gestion de la liquidité permettent de limiter les risques que des demandes de rachat importantes font porter à l'ensemble des porteurs d'un organisme de placement collectif (OPC), qu'il s'agisse d'un OPCVM ou d'un fond d'investissement alternatif (FIA) lorsque la liquidité à l'actif de l'OPC ne permet pas un désinvestissement équivalent aux rachats dans de bonnes conditions.

Selon le niveau de dégradation de la liquidité à l'actif, il existe plusieurs types d'outils de gestion de la liquidité :



Les outils de gestion de liquidité peuvent être divisés :

- en outils « ordinaires », c'est-à-dire ayant vocation à s'appliquer en toute période :
 - Les droits d'entrée et de sortie ajustables ou, ci-après, « droits ajustables » et swing pricing (modification de la valorisation des parts du fonds) ; et
- en outils « extraordinaires », dont l'activation est réservée aux situations de crise :
 - Gates: plafonnement des demandes de rachats.
 - Side Pocket- cantonnement des titres illiquides ;
 - Suspension des souscriptions/rachats.

Les outils nécessaires dans les cas les plus extrêmes – cantonnement des actifs illiquides et suspension des souscriptions/rachats - sont disponibles de plein droit sans avoir besoin de le prévoir dans leur prospectus à tous les OPC ouverts aux rachats.

L'AMF a effectué plusieurs publications présentant le fonctionnement et le recours à ces outils de gestion de la liquidité et notamment [une publication en juillet 2020](#) sur la présentation et le recensement des outils de gestion de la liquidité des fonds français. La présente consultation concerne principalement les *gates*, le *swing pricing* et les *droits ajustables* dont les spécificités sont décrites ci-après. En effet, ces outils sont optionnels, et pour être activables ils doivent être spécifiquement prévus par la société de gestion de portefeuille dans le prospectus de l'OPC.

1.1. SWING PRICING ET DROITS AJUSTABLES

1.1.1. Fonctionnement

Le swing pricing est un mécanisme par lequel la valeur liquidative d'un fonds est ajustée à la hausse (en cas de souscription nette) ou à la baisse (en cas de rachat net) de manière à faire supporter aux porteurs entrants ou sortants le coût de réaménagement du portefeuille nécessaire pour gérer ces entrées ou sorties. Le mécanisme doit être prévu dans le prospectus du fonds et faire l'objet d'une gouvernance au sein de la société de gestion de portefeuille (SGP) :

- pour la détermination des seuils d'application : niveau de souscription ou de rachat à partir duquel un swing est appliqué à la valorisation ;
- des facteurs de swing : niveau de la variation appliquée à la valorisation. Le facteur dépend de la liquidité moyenne des titres détenus par le fonds et des différents coûts de cession ou d'acquisition de ces titres.

Les droits ajustables répondent au même besoin que le swing pricing. Ils font porter le coût du réaménagement du portefeuille au porteur entrant ou sortant. Au lieu de faire varier la valeur liquidative, ce sont des frais variables acquis au fonds qui sont appliqués en plus à l'opération de souscription ou de rachat. Le résultat économique est similaire avec comme principale différence le fait que cet outil n'a pas d'impact sur la valorisation des parts du fonds, mais nécessite l'application de frais variables potentiellement différents d'un jour sur l'autre par les acteurs impliqués dans la transmission de l'ordre tels que les teneurs de comptes ou les centralisateurs.

1.1.2. Intérêt du swing pricing et des droits ajustables

Activés face à des demandes de rachat, ces outils permettent de limiter *l'avantage au premier sortant*, c'est-à-dire l'avantage tiré par les premiers clients à demander le rachat de leurs parts dans un contexte où la liquidité de tout ou partie des actifs du fonds serait réduite.

En cas de tensions de liquidité sur les actifs détenus par un fonds et en l'absence de ces mécanismes, l'ensemble des porteurs présents au moment d'un rachat supportent les coûts de réaménagement du portefeuille nécessaire pour gérer ces entrées/sorties, coûts d'autant plus importants que la liquidité des titres concernés est faible. Il existe donc un avantage au premier sortant : celui-ci serait réglé par ponction sur les liquidités du fonds et n'aura donc pas à subir les coûts de réaménagement issus de ses décisions de rachats. L'avantage au premier sortant a souvent lieu aux dépens des clients particuliers, les institutionnels ayant souvent une meilleure information des conditions de marché et la capacité d'effectuer leurs rachats le plus rapidement. En supprimant cet avantage au premier sortant et en assurant donc une égalité de traitement entre porteurs, ces mécanismes peuvent également éviter les phénomènes de ruées sur les rachats susceptibles d'aggraver des problématiques de liquidité du fonds, voire des classes d'actifs sous-jacentes.

Le *swing pricing* et les droits ajustables peuvent s'activer dès lors qu'il existe une souscription ou un rachat important et ce, même en dehors de circonstances exceptionnelles. Ils permettent de faire porter au client entrant ou sortant le coût d'ajustement du portefeuille. Leur présence permet donc d'assurer aux porteurs préexistants (en cas d'entrée) ou restants (en cas de sortie) dans le fonds, et tout particulièrement les investisseurs de long terme, que les réaménagements du portefeuille suite à l'entrée ou la sortie d'un autre investisseur n'aura pas d'impact sur la valeur de leur investissement.

Ces outils sont donc particulièrement utiles pour les classes d'actifs présentant structurellement une liquidité moindre dans des conditions « normales » de marché comme certains fonds obligataires. Inversement, leur utilité est moindre pour des fonds investis dans des actifs très liquides comme certains fonds actions.

1.2. GATES

1.2.1. Fonctionnement

Les gates consistent en un plafonnement, le cas échéant temporaire, d'une partie des rachats et du report du reliquat des demandes non honorées sur les valeurs liquidatives suivantes. L'outil doit être prévu dans le prospectus du fonds. Il peut être déclenché, sur décision de la SGP, si les rachats dépassent le seuil prévu notamment lorsque « des circonstances exceptionnelles l'exigent et si l'intérêt des porteurs ou du public le commande ».

La présence de gates dans le prospectus d'un fonds donne la possibilité à la SGP de les activer au-dessus d'un certain niveau de rachats en fonction de la liquidité du portefeuille du fonds. Rien n'oblige les SGP à les activer, y compris en cas de rachats importants, si la liquidité du portefeuille permet un désinvestissement dans de bonnes conditions qui ne compromettent pas le traitement équitable des porteurs.

1.2.2. Intérêts des gates

Il est important de rappeler que, pour la plupart des fonds accessibles au grand public, les *gates* n'interviennent qu'en cas de circonstances exceptionnelles de marché. Elles n'ont donc vocation à être activées que dans de rares cas et sont par essence temporaires.

Celles-ci permettent d'échelonner dans le temps l'exécution par les fonds des rachats dans de telles circonstances et ainsi de mettre le niveau de sorties en cohérence avec la liquidité du portefeuille du fonds. Elles sont ainsi adaptées à des situations où le marché sous-jacent présente une liquidité réduite, mais non totalement absente. Aussi, contrairement à une suspension totale des rachats, les porteurs obtiennent progressivement les sommes rachetées lors de l'activation des gates.

Si les gates ne sont pas prévues dans le prospectus, en cas d'importants rachats dans des conditions de liquidité dégradées, la situation sera forcément plus défavorable pour la collectivité des porteurs puisque la société de gestion devra :

- soit céder l'intégralité des positions nécessaires pour honorer le rachat dans un laps de temps très court, avec sans doute une forte décote ;
- soit, si elle n'est pas en mesure de céder ces positions dans des conditions garantissant le traitement équitable des porteurs de parts, décider de la suspension totale du fonds.

Ce type de mécanisme est prévu de longue date dans les prospectus de fonds domiciliés dans d'autres Etats membres de l'Union européenne, notamment le Luxembourg.

2. DISPONIBILITE DE CES OUTILS DANS LES FONDS FRANÇAIS

2.1. PRECEDENTES COMMUNICATIONS DE L'AMF

Au vu des nombreux avantages de ces outils, l'AMF en souhaite une large adoption. Elle invitait par exemple, dans le [communiqué du 6 mars 2018](#), « les sociétés de gestion à étudier l'opportunité, au regard des stratégies mises en œuvres et des marchés sous-jacents, d'adapter leurs outils ou de mettre en place de nouveaux outils de gestion du risque de liquidité, en cohérence avec le renforcement du cadre proposé. En particulier, le superviseur invite les sociétés de gestion à étudier la possibilité d'introduire, dans les documents réglementaires de certains fonds, la faculté de recourir au plafonnement des rachats (*gates*) pour faciliter la gestion des crises de liquidité dans le meilleur intérêt des porteurs ou actionnaires ».

Plus récemment, l'AMF s'est également exprimée en faveur de la généralisation des outils de gestion de la liquidité dans le [cadre de la révision de la directive AIFM](#) en mars 2021 ; ces outils ayant montré leur utilité dans les phases de tensions de mars 2020. L'AMF invitait ainsi la Commission à proposer de rendre obligatoire les *gates* dans les documentations réglementaires de la majorité des fonds.

2.2. UNE DISPONIBILITE ENCORE FAIBLE DE CES OUTILS

Une [étude conjointe de l'AMF et de la Banque de France](#) a permis d'établir un panorama de la disponibilité des outils de gestion de la liquidité dans les fonds français (OPCVM et FIA) à fin 2019 et a été mise à jour en [novembre 2021](#) :

- Gates** : à fin 2019, 7% seulement des classes de parts représentant 9 % des encours disposaient de tels outils. Ces chiffres s'élevaient, respectivement à 9 et 11 % à juin 2021 traduisant une augmentation lente malgré l'épisode de tensions de mars 2020 ;
- Swing pricing et droits ajustables** : à fin 2019, ces mécanismes étaient prévus pour 7 % des classes de parts (8 % des encours) contre 10 % en juin 2021. Le taux d'équipement n'est en fait significatif et en nette progression que pour les fonds obligataires : 34 % des classes de part (+8 points de pourcentage entre fin 2019 et mi 2021) et 22% de l'actif net (17 % pour l'actif net des fonds actions).

Si le taux d'équipement des fonds est en augmentation, celle-ci reste relativement peu rapide au regard de l'intérêt que ces outils peuvent présenter pour les investisseurs et de l'existence d'un épisode récent de tensions. De plus, cette augmentation est moins marquée sur les fonds qui servent très majoritairement de support d'assurance-vie en unités de compte¹ (« UC ») : par exemple les fonds actions ont beaucoup moins de *swing pricing* / droits ajustables (2 % contre 13 % dans la population totale) et de *gates* (3 % contre 12 % dans la population totale).

3. OBJECTIFS ET CALENDRIER DE LA CONSULTATION

3.1. OBJECTIFS

L'utilité des outils de gestion de la liquidité et leur capacité à renforcer le traitement équitable des porteurs d'un fonds est avérée.

En parallèle des travaux européens liés aux révisions des directives AIFM et OPCVM et du règlement sur les fonds monétaires, l'AMF souhaite créer des conditions permettant une plus large adoption des *gates* et du *swing pricing* (ou des droits ajustables) tout en garantissant une bonne information des porteurs. La bonne information doit être assurée à la fois dans les cas des fonds qui seront amenés à intégrer des nouveaux outils de gestion de la liquidité ainsi que pour ceux qui choisiraient de ne pas en intégrer avec les risques que cela implique.

L'objectif de cette consultation publique est de recueillir les contributions sur plusieurs mesures que l'AMF se propose de prendre afin d'atteindre cet objectif au cours de l'année 2023. Ces mesures se traduiront par des propositions de modification du règlement général de l'AMF et de sa doctrine.

3.2. CALENDRIER

Les contributions doivent être adressées, d'ici le 15 mars 2022, à : directiondelacommunication@amf-france.org. Aucune réponse ne sera prise en compte après cette date.

¹ Entre 75 et 100% de poids d'UC au passif du fonds.

4. PROPOSITIONS GENERALES

4.1. DIFFICULTES IDENTIFIEES LIMITANT L'INTRODUCTION ET INCITATIONS PROPOSEES

Plusieurs difficultés sont évoquées par les gérants comme un frein à la plus grande adoption des outils de gestion de la liquidité sur les fonds français.

La première est d'opportunité : ces outils sont optionnels et leur introduction par la SGP sur des fonds existants pourrait être perçue négativement par certains investisseurs, notamment en comparaison de fonds concurrents alors que son absence n'attire pas spécifiquement l'attention des investisseurs sur le plus grand risque de liquidité ou d'avantage au premier sortant créé par le fonds.

S'agissant plus particulièrement du *swing pricing* et des droits ajustables, l'argument prépondérant est celle de la crainte d'une complexité opérationnelle accrue, en particulier pour les plus petites sociétés de gestion.

Concernant les *gates*, le principal frein remonté est lié à la crainte de la mauvaise perception par le client de celle-ci lors de sa mise en place. En effet, l'introduction de *gates* dans un fonds est, en l'état, soumise à une information particulière donnée à chaque investisseur et la possibilité pour eux de « sortir sans frais ». Il est également mentionné le frein qu'auraient certains assureurs préférant ne pas référencer des fonds ayant des *gates* étant donné qu'ils ne peuvent pas systématiquement répercuter sur l'assuré l'échelonnement des rachats subis sur l'unité de compte.

Objectifs des propositions soumises à consultation

Les propositions objet de la consultation poursuivent plusieurs objectifs :

1. **rééquilibrer l'asymétrie « d'information »** entre (i) les fonds – paradoxalement plus risqués- ne disposant pas d'outils de gestion de la liquidité et n'ayant aucune information spécifique sur ce point vis-à-vis de leurs investisseurs et (ii) ceux disposant de tels outils et en informant les épargnants ;
2. **faciliter temporairement l'introduction d'outils de gestion de la liquidité** pour les fonds existants en limitant le risque de mauvaise perception de leur introduction par les épargnants. Le caractère temporaire de cette facilitation vise à ne pas permettre des comportements opportunistes d'introduction « au dernier moment » lorsque les conditions de marché se dégradent ;
3. **responsabiliser les gérants** sur le respect de leurs obligations professionnelles en matière de gestion du risque de liquidité des fonds et en particulier pour ceux qui auraient fait le choix de ne pas se doter de tels outils.

4.2. PERIMETRE DES FONDS CONCERNES

L'objectif étant la généralisation de certains outils de gestion de la liquidité, les mesures proposées portent sur le périmètre le plus large possible de placements collectifs pour lesquels l'introduction de ces outils est pertinente. A ce titre, pour certains fonds, l'absence de ces outils pourrait ne pas poser des problèmes significatifs de préservation de l'intérêt des investisseurs ou de stabilité financière. Cette section détaille les **fonds qui pourraient être exemptés de ces mesures d'incitations**.

Fonds fermés aux rachats :

Les FIA de type fermé² ne sont par nature pas concernés par les besoins de prévoir ces outils de gestion de la liquidité car ils ne permettent pas les rachats. Pour autant, l'AMF rappelle que ces fonds peuvent bien présenter un risque de liquidité, par exemple lié aux dettes contractées par ceux-ci ou par leurs besoins de liquidités liés aux appels de marge.

Fonds dédiés économiquement à un unique porteur :

Les outils de gestion de la liquidité sont *a priori* moins utiles au sein des fonds qui n'ont en pratique et *in fine* qu'un seul porteur économique³ puisque l'ensemble des coûts liés à un rachat important ou dans des conditions de marché dégradées seraient *in fine* supporté par le seul et même investisseur, limitant ainsi le risque de traitement inéquitable. De ce fait, les exclure de cette initiative semble également pertinent. **Néanmoins, la notion de fonds dédié économiquement à un seul porteur n'est pas définie réglementairement.**

En effet, la notion de fonds dédié tel que présentée dans la réglementation⁴ vise les FIA dont les statuts ou le règlement réservent la souscription ou l'acquisition de leurs parts ou actions à vingt investisseurs au plus ou à une catégorie d'investisseurs dont les caractéristiques sont précisément définies par le prospectus. Ces fonds peuvent par exemple être dédiés à un ensemble représentant *in fine* un nombre important de clients finaux (des entités d'un même groupe, un club deal etc.). De ce fait, cette notion qui peut avoir plusieurs sens n'est pas entièrement adaptée à la restriction visée. Cette notion n'est pas déclinée pour les OPCVM, qui doivent selon les termes de l'article 3 de la Directive OPCVM, *promouvoir la vente de leurs parts auprès du public*.

De plus, cette notion de fonds dédié économiquement à un seul porteur ne devrait pas englober les fonds dédiés à un assureur qui les redistribuerait dans le cadre de contrats d'assurance vie libellés en unités de compte mis *in fine* à disposition d'un large public et présentant, en cas de circonstances exceptionnelles de marché, des risques similaires à ceux d'un fonds « grand public ».

Cas particulier des fonds indiciels cotés (ETF) et des fonds monétaires

Concernant les ETF, le *swing pricing* ou les droits ajustables font partie des mécanismes largement introduits afin de gérer les flux de souscription et rachat au marché primaire des *participants autorisés*. Les *gates* ne seraient quant à elles utiles que dans les cas où la situation exigerait un rachat direct du client final des parts du fonds. Il s'agit de l'ouverture du marché primaire à l'ensemble des porteurs ce qui n'arrive que dans ces circonstances exceptionnelles d'écartement significative de la valeur de bourse des ETF par rapport à leur valeur nette d'inventaire. Ce dispositif de *gates* pour les ETF étant spécifique, il n'est pas proposé de les inclure dans le périmètre des actions de renforcement des outils de gestion de la liquidité.

Les fonds monétaires ont également des contraintes propres, dont la capacité pour les investisseurs de racheter leurs parts à tout moment, avec des délais de règlement/livraison très courts (le plus souvent le jour même). En outre, des évolutions du cadre applicable aux fonds monétaires sont en cours de discussion au niveau international et au niveau européen et pourraient intervenir rapidement. Il est donc envisagé d'attendre le résultat de ces travaux avant d'étudier l'opportunité d'une généralisation de ces outils sur les fonds monétaires.

³ Au sens de l'article 1.3 du règlement délégué (UE) n° 694/2014 (règlement délégué complétant la directive AIFM), c'est-à-dire les FIA dont les actions ou parts ne sont pas, à la demande de tout actionnaire ou porteur de parts, rachetées ou remboursées avant le début de la phase de liquidation ou de dissolution, directement ou indirectement, à partir des actifs du FIA [...].

³ Rentrent dans cette définition les fonds dont l'un des deux porteurs, le plus souvent la société de gestion elle-même, est présent que pour assurer juridiquement le qualificatif de copropriété au fonds. N'y rentrent pas par contre les fonds dont le porteur juridique transfère *in fine* la performance des fonds à d'autres ayants droit économiques, cas par exemple d'un contrat d'assurance vie en unités de compte.

⁴ Conformément à l'article L. 214-26-1 du code monétaire et financier.

Proposition n° 1. Périmètre des placements collectifs concernés

Il est proposé de ne pas faire porter les mesures d'incitations spécifiques à l'adoption de ces outils (développés ci-dessous) sur **les fonds fermés** aux rachats, les fonds à gestion passive (**ETF**) et les fonds monétaires (**MMF**).

S'agissant plus spécifiquement des **fonds économiquement dédiés** à un porteur unique, l'AMF souhaiterait pouvoir s'appuyer sur une définition compatible avec les contraintes juridiques existantes spécifiques aux FIA mais excluant les fonds dédiés à un assureur en représentation de contrats d'assurance vie libellés en unités de compte.

Par ailleurs, l'opportunité de ne pas étendre ces mesures aux FIA ouverts aux seuls investisseurs professionnels se pose en des termes différents pour les *gates* et pour le *swing pricing* et les droits ajustables du fait des spécificités de chacun des outils et est donc spécifiquement abordée dans les propositions qui leur sont dédiées. Par défaut, les différentes propositions englobent, lorsque c'est pertinent, ces fonds.

5. PROPOSITIONS CONCERNANT LES GATES

5.1. FACILITER TEMPORAIREMENT L'INTRODUCTION : PERIODE TRANSITOIRE

Afin de faciliter l'introduction de gates sur le stock de produits existants, il est proposé de mettre en place une **période transitoire** au cours de laquelle la mise en place de gates suivrait un régime allégé en termes d'informations aux porteurs. Cette mesure ne s'appliquerait qu'aux placements collectifs pour lesquels la doctrine de l'AMF exige actuellement une information individuelle et, si applicable, une sortie sans frais en cas d'introduction de ces outils.

Plus précisément, au cours de cette période, le régime allégé ne s'appliquerait que pour l'introduction de gates respectant les plafonds indiqués dans la doctrine de l'AMF (instruction DOC 2017-05⁵) :

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

Pour les FCPR Evergreen⁶ et les OPCV, le seuil correspond à une possibilité de rachat de 2% par mois.

Dans ces cas, l'introduction de gates ferait l'objet d'une information par tout moyen en lieu et place d'une information particulière au porteur, n'ouvrirait pas un droit à sortie sans frais et ne nécessiterait pas d'accord préalable de l'AMF.

Dans les cas qui dérogeraient à ces seuils, la procédure actuellement prévue par la doctrine de l'AMF s'appliquerait avec, le cas échéant, agrément par l'AMF, information particulière et proposition de sortie sans frais aux porteurs.

Cette période pourrait être organisée en deux temps :

⁵ Y compris pour les fonds auxquels la doctrine sera élargie ou le seuil de 2% mensuels pour les FCPR Evergreen et OPCV.

⁶ « FCPR evergreen » : fonds communs de placement à risques dont les parts sont souscrites et rachetées à la demande des porteurs. Les services de l'AMF prévoient de préciser les attentes concernant les FCPR Evergreen dans le cadre de la revue de l'instruction DOC 2017-05.

- 1) dans un premier temps qui pourrait constituer une période de trois mois, les SGP devraient indiquer à l'AMF leur intention d'introduire ou non des outils de gestion de la liquidité pendant la période transitoire, puis
- 2) elles procéderaient, au cours de la période transitoire qui pourrait être de 6 mois, à la mise en œuvre des modifications de la documentation règlementaire des fonds concernés.

Dans le cas où une SGP choisirait de ne pas introduire de *gates* sur un de ses fonds (mis à part les exceptions détaillées ci-dessus), elle serait tenue d'expliquer les raisons de son choix.

Ces durées pourront être ajustées en fonction des réponses à la consultation.

Proposition n° 2. Période transitoire

*Périmètre : Cette mesure est applicable aux placements collectifs domiciliés en France suivants : _OPCVM, FIVG, FCPR (y compris FCPI et FIP), Fonds d'Épargne Salariale, FPVG, Fonds de fonds alternatifs, OPCI, OPPCI*⁷.

L'AMF propose de mettre en place une période transitoire permettant aux placements collectifs pour lesquels l'AMF exige une information individuelle en cas d'introduction de *gates* de temporairement ne pas y être soumis sous réserve de respecter les seuils prévus dans l'instruction AMF 2017-05⁸. Dans ce cas, seule une information par tout moyen serait requise. Cette information pourrait en outre être fournie par les SGP dans le cadre d'une communication couvrant plusieurs fonds.

Question de consultation n°1. Calibrage de la phase de transition

L'AMF sollicite plus particulièrement un retour de consultation sur :

1. La durée d'information préalable de l'AMF sur les modifications à mettre en place (3 mois envisagés) ;
2. La durée de mise en œuvre des changements annoncés (6 mois envisagés suivant la première période de 3 mois) ;
3. Le début de la phase transitoire (à partir du 1^{er} janvier 2023 pour pouvoir être mutualisé avec la mise à jour des performances dans les documents règlementaires).

5.2. REQUILIBRAGE DE L'INFORMATION

Afin d'atteindre l'objectif de rééquilibrage de l'information entre les fonds – paradoxalement plus risqués - qui ne prévoient pas de *gates* avec ceux qui n'en n'ont pas, les services envisagent trois mesures :

1. la documentation règlementaire devrait indiquer de façon explicite **un avertissement mettant en garde les investisseurs sur l'absence d'outil de gestion de liquidité** qui pourrait nuire à leurs intérêts en cas de difficultés rencontrées par le fonds. Une attention particulière serait portée à cette communication au regard des conséquences éventuellement dommageables de l'absence de *gates*. Par exemple : « *En cas de demandes de rachat importantes, dans un contexte de liquidité de marché dégradé, l'absence de mécanisme de plafonnement des rachats pourra avoir pour conséquence l'incapacité du fonds à honorer son engagement contractuel d'assurer l'ensemble de ces demandes ce qui conduirait à suspendre l'ensemble des rachats.* » ou plus simplement « *En l'absence de mécanisme de plafonnement des rachats, le fonds présente un risque accru de suspension* ». De la même manière le DICI devrait indiquer l'absence de *gates* et le risque accru de suspension du fonds que cela implique en cas de liquidité dégradée.
2. Les SGP choisissant de ne pas prévoir de *gates* dans un fonds devraient donner **une information particulière aux porteurs en ce sens**. Cette information est actuellement prévue qu'en cas d'intégration

⁷ OPVM : Organisme en placement collectif en valeurs mobilières, FIVG : fonds d'investissement à vocation générale, FCPR : Fonds commun de placement à risque, FCPI : Fonds commun de placement dans l'innovation, FIP : Fonds d'investissement de proximité, FES : Fonds d'épargne salariale, FPVG : Fonds Professionnels à Vocation Générale, FFA : Fonds de fonds alternatif, OPCI : organisme de placement collectif en immobilier, OPPCI : organisme professionnel de placement collectif en immobilier

⁸ Y compris pour les fonds auxquels la doctrine sera élargie ou le seuil de 2% mensuels pour les FCPR Evergreen et OPCI

de ces outils. L'avertissement prévu pour la documentation réglementaire pourrait être intégré à cette communication.

3. La présentation de la présence des *gates* pourrait être **plus proportionnée** :
 - i. Conformément aux dispositions actuelles du règlement général de l'AMF, la **présentation des *gates* dans le prospectus pourrait être circonscrite aux informations centrales** (seuil, modalités de report et nombre consécutif d'activations maximal) permettant de comprendre leurs conditions de mise en œuvre et de permettre un renvoi vers une procédure plus détaillée ;
 - ii. Conformément au droit européen, la description de la présence des ***gates* dans le DICI pourrait ne plus être exigée.**

Proposition n° 3. Rééquilibrage de l'information pour les *gates*

L'AMF propose de mettre en œuvre les propositions 1 à 3 afin de rééquilibrer l'information présentée aux investisseurs sur la présence ou l'existence des *gates*.

Périmètre : Le périmètre concerné par ces différentes dispositions est indiqué dans ce tableau.

#	Description	Placements collectifs concernés
1	Avertissement dans le prospectus en cas d'absence des <i>gates</i>	OPCVM, FIVG, FCPR (y compris FCPI et FIP), FES, FPVG, FFA, OPCI, OPPCI
2	Information particulière en cas d'absence de <i>gates</i>	
3(i)	Limitation de la présentation des <i>gates</i> dans le prospectus	OPCVM, FIVG, FCPR (y compris FCPI et FIP), FES, FFA, OPCI
3(ii)	Fin de l'obligation de mentionner l'existence des <i>gates</i> dans le DICI	

Question de consultation n°2. Cas particulier des FIA ouverts à des investisseurs professionnels

L'AMF sollicite plus particulièrement un retour de consultation sur l'opportunité d'étendre portée de ces mesures (et en particulier les mesures 1 et 2) de la proposition 3 pour les FIA ouverts aux seuls investisseurs professionnels.

5.3. RESPONSABILISATION DES SGP NE SOUHAITANT PAS SE DOTER DE GATES

L'AMF envisage d'exiger un document de reconnaissance spécifique de la part de la Direction de la société de gestion sur les causes et les conséquences de sa décision de ne pas introduire de *gates* notamment si le fonds venait à faire l'objet de risques de liquidités avérés. Cette justification pourrait par exemple être produite dans les informations transmises à l'AMF lors des agréments. Pour le stock de fonds existants, les SGP devraient unitairement transmettre à l'AMF une reconnaissance des risques encourus pour les fonds sans *gates*, écrite et signée par la Direction.

Conformément au paragraphe 41 des orientations de l'ESMA sur les stress tests de liquidité⁹, les actions de supervision seront renforcées - à l'agrément ou en cours de vie - pour certains fonds présentant un profil de liquidité particulièrement risqué (e.g. fonds investis dans les actions micro et *small cap* ou les obligations *high yield*

⁹ 41. 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. Par exemple: quantifier la sensibilité du risque de liquidité du fonds, identifier les facteurs ayant une incidence sur le risque de liquidité, identifier les mesures d'évaluation/indicateurs de risques clés permettant de surveiller le risque de liquidité à l'avenir, déterminer la fréquence de la gestion des risques et évaluer les éventuels outils complémentaires de gestion de la liquidité ex post ou traitements spéciaux à inclure dans le prospectus ou le règlement du fonds.

et émergentes, OPCI grand public, ...) pour lesquels la présence de ces outils de gestion de la liquidité devrait *a priori* être la norme.

Proposition n° 4. Responsabilisation des SGP décidant de ne pas doter leurs placements collectifs d'outils de gestion de liquidité

Périmètre : Cette mesure est applicable aux placements collectifs domiciliés en France suivants : OPCVM, FIVG, FCPR (y compris FCPI et FIP), Fonds d'Epargne Salariale, FPVG, Fonds de Fonds Alternatifs, OPCI, OPPCI, FPS (hors SLP), FPCI et OFS (hors OFS fermés aux rachats).

L'AMF envisage de responsabiliser les SGP ne souhaitant pas se doter de *gates* par des engagements en exigeant *a minima* une reconnaissance formalisée des risques encourus par les placements collectifs concernés, notamment en cas de circonstances exceptionnelles de marché.

5.4. AUTRES MESURES ENVISAGÉES

Pour des raisons historiques, l'encadrement des *gates* (définition des seuils d'activations...) est régi par des doctrines de l'AMF distinctes en fonction des OPC. En vue d'une généralisation de ces outils, un travail de simplification de la doctrine sera également effectué. Il aura, en particulier, pour but d'étendre la portée de l'instruction DOC 2017-05 qui encadre les modalités de mise en place des mécanismes de plafonnement des rachats (ou « *gates* »). Les nouveaux fonds visés sont les Organisme de Placement Collectif Immobilier, grands publics (OPCI) et professionnels (OPPCI), les Fonds professionnels à vocation générale (FPVG) et les fonds de fonds alternatifs (FFA). A chaque fois que c'est possible la règle présente dans l'instruction DOC 2017-05 serait appliquée. Une attention particulière aux spécificités des fonds sera apportée, par exemple pour les seuils dans le cadre des OPCI. Il serait par ailleurs demandé aux fonds pour lesquels la doctrine serait élargie de profiter de la période transitoire pour se conformer aux nouvelles dispositions.

Proposition n° 5. Autres mesures sur les *gates*

Périmètre : Cette mesure est applicable aux placements collectifs domiciliés en France suivants : OPCI, OPPCI, FPVG, Fonds de Fonds Alternatifs.

L'AMF envisage de procéder aux mesures suivantes : Extension de l'instruction DOC 2017-05 à ces fonds.

6. SWING PRICING ET DROITS AJUSTABLES

Si les objectifs restent les mêmes, les mesures à envisager doivent être adaptées dans le cas du *swing pricing* et des droits ajustables. En effet, le *swing pricing* et les droits ajustables sont des outils utilisés à tout moment et non seulement en cas de situation de marché tendue impliquant ainsi une charge opérationnelle plus continue qui peut s'avérer importante au regard du bénéfice apporté. Ce point est d'autant plus vrai sur les classes d'actifs où le coût d'aménagement du portefeuille est limité. Pour autant, il existe une difficulté intrinsèque à définir une liste exhaustive et opposable de produits considérés comme requérant plus particulièrement l'introduction de tels outils.

Le *swing pricing* peut déjà être introduit par les SGP avec une information par tous moyens pour certains placements collectifs, là où l'introduction de droits ajustables se fait par une information particulière et une sortie sans frais. L'AMF propose de rééquilibrer cette asymétrie sur les deux type d'outils de gestion de la liquidité et **d'aligner vers les modalités d'introductions prévues sur le *swing pricing***. Lors des tensions de mars 2020, l'AMF avait temporairement permis aux gérants de déroger à cette règle et d'introduire des droits ajustables sans information individuelle des investisseurs¹⁰. En raisonnant sur les effets économiques des deux mécanismes plutôt que sur leurs différences juridiques, les services proposent de modifier la doctrine de l'AMF pour aligner les deux régimes d'informations des porteurs en cas d'introduction vers une information par tout moyen¹¹.

Ainsi, les mesures d'incitations proposées ne pourraient pas passer par l'introduction d'une période temporaire d'allègement de l'information transmise. Dans ce contexte, deux options alternatives sont envisagées par l'AMF afin de généraliser cet outil de gestion de liquidité :

1. Application de certaines mesures de rééquilibrage de l'information et de responsabilisation des SGP envisagées pour les *gates* aux droits ajustables et au *swing pricing* :
 - a. la documentation réglementaire devrait, le cas échéant, indiquer de façon explicite **un avertissement mettant en garde les investisseurs sur l'absence de *swing pricing* ou de droits ajustables** ;
 - b. la Direction de la SGP devrait **déclarer** à l'AMF les raisons et conséquences de leur décision de ne pas introduire de *swing pricing* ou de droits ajustables si le fonds venait à faire l'objet de risque de liquidités avérés ou de traitements inéquitables importants liés à des conditions de marché dégradées.
2. Limiter les actions de rééquilibrages de l'information et prévoir une plus forte responsabilisation des SGP sur l'inclusion de ces outils de gestion de la liquidité :
 - a. la Direction de la SGP devrait **déclarer** à l'AMF les causes et conséquences de leur décision de ne pas introduire de *swing pricing* ou de droits ajustables (cf. point b) ci-dessus) ;
 - b. la SGP devrait suivre de manière **régulière** le *facteur de swing* des fonds de manière à s'assurer que son analyse concernant l'absence de nécessité d'introduire ces outils reste valable. Les questions de consultations ci-dessus visent à définir la fréquence adaptée ainsi que les seuils liés par classe d'actifs au-delà duquel ces outils devraient être inclus dans la documentation réglementaire des fonds.

Proposition n° 6. Dispositif concernant le *swing pricing* et les droits ajustables

Périmètre : Cette mesure est applicable aux placements collectifs domiciliés en France suivants : ensemble des organismes de placement collectifs

L'AMF souhaite consulter sur l'introduction des options mentionnées ci-dessus : modification de l'information requise lors de l'introduction des droits ajustables et mesures d'incitations à l'introduction de ces outils.

¹⁰ Cf. [FAQ de l'AMF](#) sur la continuité de gestion en période de coronavirus : *S'agissant du mécanisme de Droits ajustables, les instructions de l'AMF prévoient actuellement, lorsque son introduction implique une augmentation des frais de rachat, la nécessité d'une information particulière assortie d'une possibilité de sortie sans frais pour les porteurs. Toutefois, conscient des difficultés opérationnelles que cela peut engendrer au regard du contexte actuel, l'AMF a décidé d'aligner cette procédure sur celle du Swing Pricing à titre temporaire, jusqu'à la fin du mois suivant la période d'état d'urgence sanitaire prévue par la loi n° 2020-290 du 23 mars 2020 d'urgence pour faire face à l'épidémie de covid-19 telle que prorogée par la loi n° 2020-546 du 11 mai 2020 (soit, à ce jour le 10 août 2020).*

¹¹ Ainsi l'ajout de droits ajustables ne nécessiterait plus d'information particulière et de sortie sans frais.

L'attention des personnes consultées est notamment attirée sur la nécessité de disposer de critères autoportants permettant de désigner de façon exhaustive les fonds nécessitant plus particulièrement de se doter de ces outils.

Question de consultation n°3. Modalités d'incitation au swing pricing (et droits ajustables)

L'AMF sollicite plus particulièrement un retour de consultation sur les conditions de mise en œuvre de la deuxième option de suivi régulier à mettre en place par les acteurs :

1. A quelle fréquence minimale cette revue devrait être menée ?
2. Quels seraient, en fonction des différentes classes d'actifs des placements collectifs, les seuils de *facteur de swing* au-delà desquels la SGP devrait introduire des droits ajustables ou *swing pricing* ?

Question de consultation n°4. Extension aux FIA ouverts à des investisseurs professionnels

L'AMF sollicite plus particulièrement un retour de consultation sur l'opportunité d'étendre la portée de ces mesures (et en particulier la mesure b) de l'option 1 et les mesures de l'option 2) pour les FIA ouverts à des investisseurs professionnels.