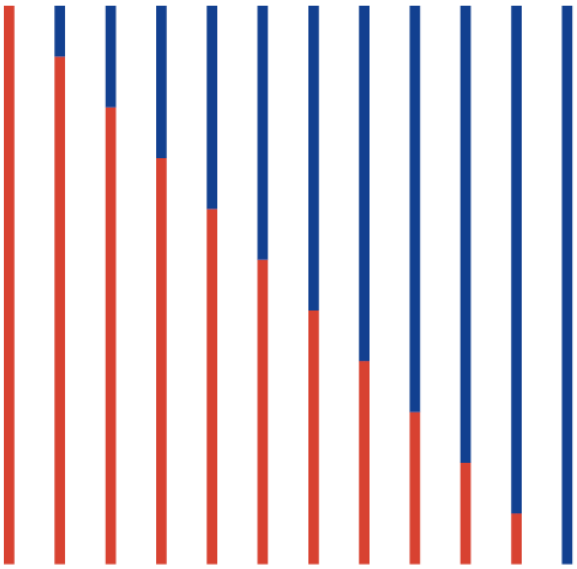


NOVEMBRE 2024

ÉVOLUTION DE L'ADOPTION DES OUTILS DE GESTION DE LIQUIDITÉ DANS LES FONDS FRANÇAIS

PIERRE-EMMANUEL DARPEIX
BASTIEN ROSSPOPOFF
JACQUES SCAUFLAIRE

AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS
AMF

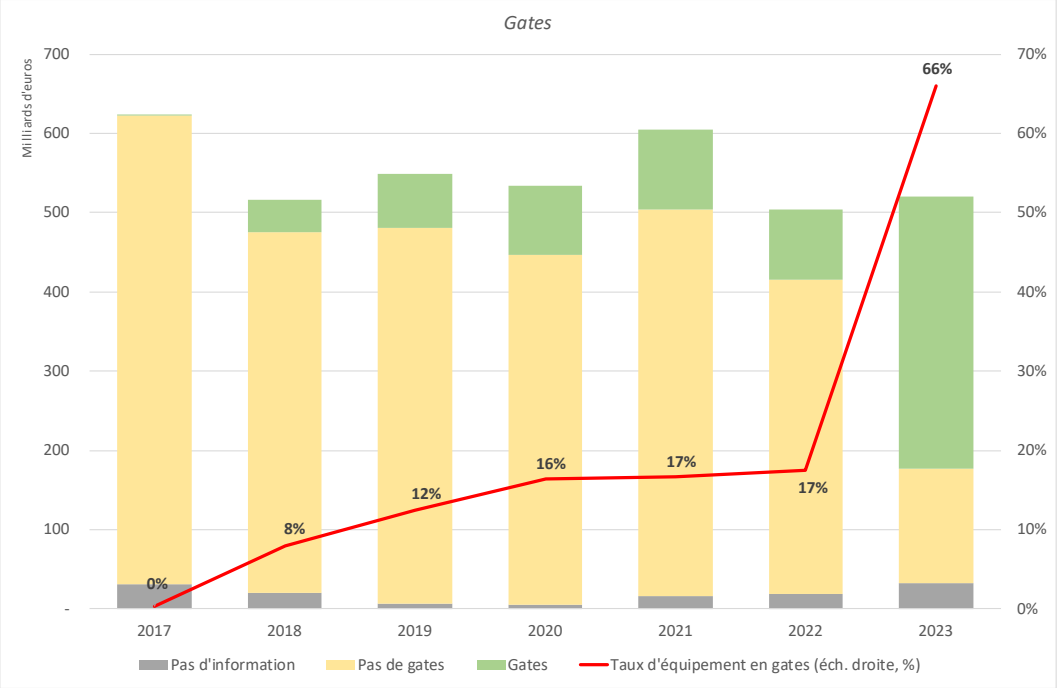
AVANT PROPOS INSTITUTIONNEL

Les outils de gestion de liquidité (*liquidity management tools,* ou LMT) sont promus au niveau international, européen et domestique depuis plusieurs années, tant par les régulateurs de marché que par les autorités macroprudentielles. Ainsi, l'AMF a mis en œuvre plusieurs mesures incitatives en 2022 et 2023 et la revue des directives AIFM/OPCVM de mars 2024 (Directive (UE) 2024/927) impose que les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) ainsi que les fonds d'investissement alternatifs (FIA) ouverts soient dotés de deux LMT d'ici avril 2026 (un seul pour les fonds monétaires). En plus d'assurer un traitement équitable des porteurs de parts en période de stress, et ainsi de contribuer à la protection des investisseurs, ces outils limitent les conséquences déstabilisatrices des chocs de liquidité sur les marchés financiers.

La présente étude vise à mesurer le degré d'adoption de ces outils en identifiant la disponibilité contractuelle des LMT dans les fonds français (via l'analyse de leurs prospectus). L'analyse en masse des prospectus des fonds domiciliés en France montre que ces mesures incitatives ont porté leurs fruits, et même au-delà des catégories de fonds initialement ciblées. Les gérants français ont ainsi pris de l'avance sur l'obligation qui entre en vigueur en 2026.

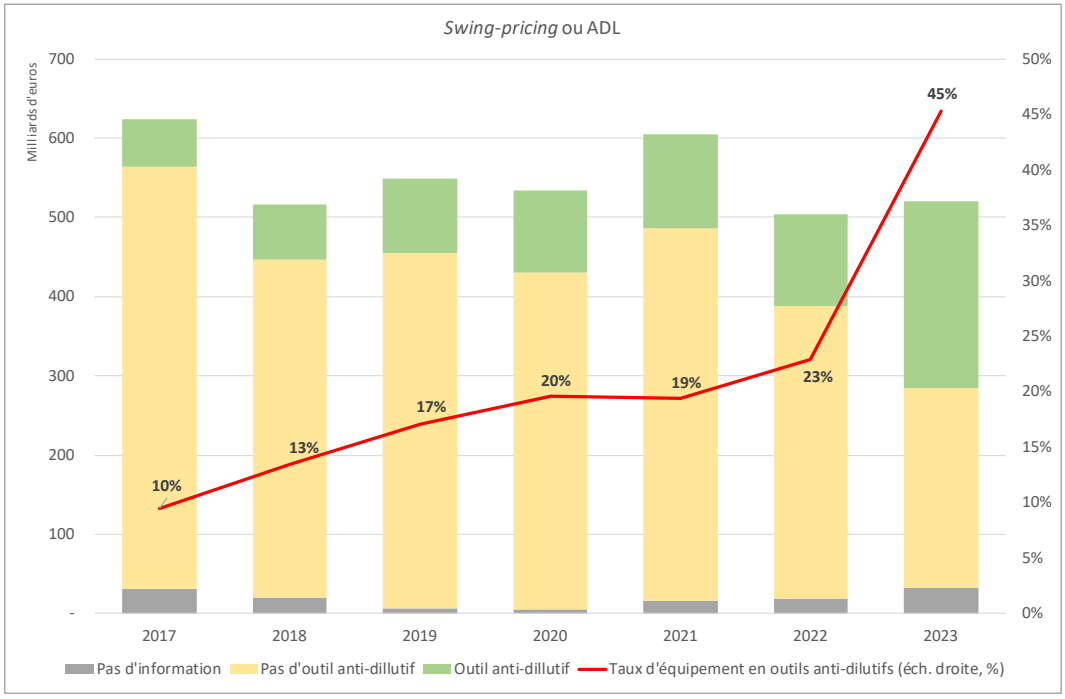
Les résultats montrent une saine accélération de l'adoption des mécanismes de plafonnement des rachats (*gates*) et des outils anti-dilution à la suite des mesures prises par l'AMF: sur le périmètre des OPCVM et des fonds d'investissement à vocation générale (FIVG), on recense désormais des *gates* pour 66 % de l'encours et des outils anti-dilution pour 45 %. Les *gates* sont également présentes pour l'ensemble des organismes de placement collectif immobilier (OPCI) Grand Public et des fonds communs de placement à risque ouverts (FCPR *evergreen*).

Évolution de l'adoption du plafonnement des rachats dans les OPCVM et FIVG



Source : AMF (base BIO, base prospectus, outil de détection des LMT)

Évolution de l'adoption des outils anti-dilutifs dans les OPCVM et les FIVG



Source : AMF (base BIO, base prospectus, outil de détection des LMT)

Dans un contexte de mise à jour importante des documents réglementaires, les résultats de l'analyse des prospectus peuvent sous-estimer la progression effective de l'équipement des fonds français en outils de gestion de la liquidité pour plusieurs raisons, par exemple :

- Mise à jour tardive des prospectus ;
- Données non exploitables par les outils d'analyse automatique.

Cette photographie, très encourageante, doit cependant être mise en perspective.

L'introduction de ces clauses dans les prospectus ne permet en effet pas de préjuger du caractère pleinement opérationnel des outils afférents qui nécessite aussi des développements relevant des acteurs du post-marché (centralisateurs, banques dépositaires, teneurs de comptes conservateurs, administrateurs de fonds…). Les leçons à tirer des projets menés en vue de l'opérationnalisation industrielle de ces clauses constituent un champ d'analyse important, notamment dans la mise en œuvre des nouvelles règles européennes. De même, l'introduction de ces clauses n'entraîne pas une application automatique mais ressort d'une décision de la société de gestion ; l'analyse des situations d'exercice des *gates* (par exemple) permettra de mieux appréhender le fonctionnement concret de ces outils.

Ces problématiques se situent hors du champ de la présente étude.

AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS
AMF

SYNTHÈSE - RÉSUMÉ

Les outils de gestion de la liquidité (*liquidity management tools*, LMT) sont des dispositifs réglementaires ou contractuels qui ont pour vocation première de permettre aux gérants de fonds d'investissement de réduire leur risque de liquidité et de préserver l'équité de traitement entre les porteurs de parts. Ils peuvent en outre contribuer à la stabilité financière en limitant les rachats de panique et les interactions stratégiques (avantage au premier sortant).

Depuis plusieurs années, leur adoption a été fortement encouragée par les pouvoirs publics (législateurs, régulateurs, instances internationales). Toutefois, à mi-année 2021, la proportion d'OPC français équipés de *gates*, de *swing-pricing* ou encore de droits d'entrée/sortie ajustables acquis aux fonds restait très faible. L'AMF a donc mis en place en 2022 et 2023 une série de mesures incitatives visant en priorité les fonds ouverts (hors fonds dédiés, fonds monétaires et fonds indiciels cotés).

L'analyse en masse des prospectus des fonds domiciliés en France montre que ces adaptations réglementaires ont porté leurs fruits, et ce même au-delà des catégories de fonds initialement ciblées. Les gérants français ont ainsi pris de l'avance sur l'obligation, pour tous les OPCVM et tous les fonds d'investissement alternatifs ouverts européens, de disposer d'au moins deux LMT d'ici 2026 (un seul pour les fonds monétaires). Une collecte *ad hoc* de données auprès des sociétés de gestion a permis de confirmer l'ordre de grandeur des taux d'équipements obtenus pour l'échéance de fin 2023 sur les fonds accessibles à la clientèle de détail.

REMERCIEMENTS :

Les auteurs tiennent à remercier très chaleureusement Nicolas Même, Marko Novakovic, Caroline Le Moign et Natacha Mosson pour la collaboration qui a permis le développement de l'outil d'analyse des prospectus, ainsi que Polina Bulavko pour sa contribution à son adaptation. Ils adressent également leurs remerciements sincères à Ismaïl Benabdessadok, Floriane Manjakavelo et Elies Bourenane pour l'extraction en masse et la mise à disposition des prospectus. Ils remercient enfin Delphine Lautier, présidente du Conseil scientifique de l'AMF, pour sa relecture attentive et les commentaires qu'elle a bien voulu faire sur une précédente version du document. Les éventuelles erreurs et omissions relèvent évidemment de la seule responsabilité des auteurs.

Toute copie, diffusion ou reproduction de cette étude, en totalité ou partie, est soumise à l'accord exprès, préalable et écrit de l'AMF.

AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS
AMF

I. INTRODUCTION ET CONTEXTE RÉGLEMENTAIRE

Les outils de gestion de la liquidité (*liquidity management tools*, LMT) sont des dispositifs réglementaires ou contractuels qui permettent aux gérants de fonds d'investissement de réduire leur risque de liquidité et de préserver l'équité de traitement entre les porteurs de parts.

Une présentation détaillée de la palette des différents outils que les gérants peuvent choisir de mettre en place dans leurs fonds en France a été fournie par Darpeix et al. (2020). En dehors de la suspension pure et simple des rachats en cas de crise, les gérants peuvent doter leur organisme de placement collectif (OPC) d'un mécanisme de plafonnement des rachats (*gates*) qui limite le volume des ordres pouvant être exécutés à une date donnée, ou encore introduire des dispositifs anti-dilutifs comme le *swing-pricing* et les droits ajustables acquis aux fonds (*anti-dilution levies, ou ADL*) qui font porter aux investisseurs sortants le coût de la liquidité qu'ils demandent au fonds. Ils peuvent enfin proposer aux investisseurs d'honorer leurs rachats en nature (c'est-à-dire en titres) plutôt qu'en argent comptant. Pour pouvoir être actionnés, ces différents instruments doivent figurer dans la documentation réglementaire du fonds (règlement, statuts ou prospectus). Tous les OPC ont, en revanche, la possibilité de mettre en place des fonds de cantonnement si nécessaire.

L'AMF est mobilisée depuis plusieurs années sur la promotion des outils de gestion de la liquidité. Par exemple, dans un communiqué du 6 mars 2018, l'Autorité invitait « 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 invit[ait] 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 »[1].

Entre 2018 et 2020, l'Autorité des marchés financiers et la Banque de France ont développé un outil informatique permettant la lecture automatisée des prospectus des fonds en vue de détecter la présence d'outils de gestion de la liquidité. Un premier état des lieux de l'adoption des LMT à la date du 31 décembre 2019 a été présenté dans une publication conjointe en juillet 2020[2]. En novembre 2021, une nouvelle étude collaborative fournissait une vision dynamique de l'introduction de ces outils dans la documentation réglementaire des fonds, entre le 31 décembre 2017 et le 30 juin 2021[3]. Malgré une certaine progression du déploiement, le taux d'équipement des fonds français restait encore très faible.

Développements survenus depuis la dernière étude sur les LMT.

Le 8 février 2022, l'AMF a lancé une consultation publique relative au renforcement des exigences concernant les outils de gestion de la liquidité[4]. À l'issue de cette consultation, l'Autorité a procédé à trois actualisations successives de sa doctrine, avec pour objectif de faciliter et d'encourager l'adoption rapide des LMT. Ces mesures visaient l'ensemble des fonds ouverts, à l'exception des fonds dédiés, des fonds monétaires (*money market funds*, MMF) et des fonds indiciels cotés (*exchange-traded funds*, ETF).

[1] AMF (2018). L'AMF clarifie le cadre applicable aux outils de gestion du risque de liquidité des fonds d'investissement.
[2] Darpeix, Pierre-Emmanuel, Caroline Le Moign, Nicolas Même, et Marko Novakovic (2020). Présentation et recensement des outils de gestion de la liquidité des fonds français. Documents de travail de l'AMF, juillet 2020.
[3] Darpeix, Pierre-Emmanuel, Nicolas Même, Natacha Mosson et Marko Novakovic (2021). Présentation et recensement des outils de gestion de la liquidité des fonds français : vision dynamique depuis 2017 et actualisation à mi-2021. Documents de travail de l'AMF, novembre 2021.
[4] AMF (2022). Consultation publique sur le renforcement des exigences concernant les outils de gestion de la liquidité.

- La révision du 6 octobre 2022[5] apporte les modifications suivantes :
  - Une période transitoire courant jusqu'au 31 décembre 2023 a été instaurée pour permettre l'adoption de *gates* sans nécessiter une information particulière aux porteurs assortie de la possibilité de sortie sans frais : une information par tout moyen (par exemple une mention sur le site internet) suffit.
  - Les conditions d'introduction des ADL sont alignées sur celles du *swing-pricing* (information par tout moyen plutôt qu'information particulière assortie de la possibilité de sortie sans frais)[6].

- L'actualisation du 24 novembre 2022[7] prévoit que :
  - Les fonds qui ne mettront pas en place de *gates* avant le 31 décembre 2023 devront déclarer à l'AMF les raisons de cette décision, fournir à l'AMF une attestation de reconnaissance des risques encourus par l'OPC et ses investisseurs, informer les porteurs via une communication par tout moyen et insérer un avertissement-type dans le prospectus[8].
  - Les fonds qui ne mettront pas en place d'outils anti-dilutifs avant le 31 décembre 2023 devront déclarer les raisons motivant cette décision, fournir à l'AMF une attestation de reconnaissance des risques encourus par l'OPC et ses investisseurs, et vérifier régulièrement au moyen de *stress-tests* la validité de l'analyse ayant conduit à leur non-introduction.

- Enfin, la mise à jour du 12 juin 2023[9] dispose que :
  - La période transitoire permettant l'introduction simplifiée des *gates* (information par tout moyen) est étendue au 31 décembre 2024 pour les fonds d'épargne salariale.
  - L'obligation de faire figurer l'avertissement-type dans le prospectus en cas de non-introduction des *gates* s'applique à compter du 31 décembre 2024 pour les fonds d'épargne salariale existants (mais dès le 1er janvier 2024 pour les nouveaux).

Plus récemment encore, l'AMF a fait de « l'accompagne[ment] [d]es sociétés de gestion pour favoriser le déploiement des outils de gestion de la liquidité dans les fonds d'investissement en cohérence avec les orientations européennes » un axe fort de ses orientations stratégiques pour la période 2023-2025[10].

Et de fait, au niveau européen, la révision des directives sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (*alternative investment fund managers*, AIFM) et sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM, ou UCITS en anglais), publiée au Journal officiel de l'Union européenne en mars 2024, rend obligatoire la mise en place d'au moins deux outils de gestion de liquidité pour tous les OPCVM ainsi que pour tous les fonds

[5] AMF (2022). L'AMF actualise sa doctrine afin de faciliter l'introduction d'outils de gestion de liquidité. 6 octobre 2022.
[6] NB : le Collège de l'AMF avait déjà décidé la mise en place d'une période transitoire similaire au cours de la crise sanitaire (décision du 31 mars 2023, qui avait couru jusqu'au 10 août 2020). Cette flexibilité n'avait cependant pas donné lieu à une augmentation franche du taux d'équipement en ADL (cf. Darpeix et al, 2021).
[7] AMF (2022). L'AMF complète sa doctrine concernant les outils de gestion de la liquidité. 24 novembre 2022.
[8] Cf. plan-type du prospectus, par exemple pour les OPCVM (Annexe XI de l'instruction AMF DOC-2011-19) : « En cas de circonstances exceptionnelles, l'absence de mécanisme de plafonnement des rachats pourra avoir pour conséquence l'incapacité de l'OPCVM à honorer les demandes de rachats et ainsi augmenter le risque de suspension complète des souscriptions et des rachats sur cet OPCVM. ».
[9] AMF (2023). Fonds d'épargne salariale : l'AMF modifie sa doctrine concernant l'introduction simplifiée d'outils de gestion de la liquidité. 12 juin 2023.
[10] AMF (2023). Impact 2027 – Orientations stratégiques de l'Autorité des marchés financiers pour 2023-2027.

d'investissement alternatif (FIA) ouverts[11]. Par dérogation, un seul LMT est requis pour les fonds monétaires[12]. Cette directive doit être transposée en droit national au plus tard le 16 avril 2026.

Au vu de ces différentes évolutions, l'Autorité des marchés financiers a souhaité évaluer à nouveau le degré d'adoption des outils de gestion de la liquidité sur le marché des fonds français, en se concentrant plus particulièrement sur les dispositifs de plafonnement des rachats et les outils anti-dilutifs, mais aussi sur les catégories de fonds directement ciblées par les mesures[13].

Dans le prolongement des études antérieures, le programme informatique de détection des LMT dans la documentation réglementaire des fonds a été appliqué aux prospectus en vigueur aux échéances de fin d'année 2021, 2022 et 2023. Une collecte *ad hoc* a par ailleurs été organisée par la direction de la Gestion d'actifs auprès des principales sociétés de gestion françaises, en leur demandant de déclarer, pour les catégories de fonds pertinentes du point de vue de la supervision, les encours concernés par les LMT à la date du 31 décembre 2023, ce qui a permis de confirmer l'ordre de grandeur des estimations pour cette échéance.

Une doctrine AMF protectrice – enjeux de calibration

Au-delà du simple suivi de l'adoption des LMT, il semble important de compléter l'analyse en revenant sur les attentes du superviseur relativement à la calibration de ces outils. Que les LMT soit introduits par les gérants dans la palette des instruments à leur disposition pour piloter la liquidité est une chose. Que ces outils soient activables et qu'ils aient un réel impact en pratique en est une autre. Il ne servirait à rien en effet que tous les fonds européens soient équipés de LMT mais que ces derniers soient calibrés de telle manière que les conditions de leur activation ne sont jamais réunies. De ce point de vue, les normes techniques réglementaires (*Regulatory Technical Standards, RTS*) et les orientations (*Guidelines*) sur lesquelles travaille actuellement l'Autorité européenne des marchés financiers (*European Securities and Markets Authority*, ESMA) seront cruciales pour que l'obligation européenne d'équiper tous les fonds de LMT ait une réelle portée opérationnelle[14].

En France, depuis longtemps déjà, l'instruction AMF DOC-2017-05 prévoit les modalités d'introduction et d'utilisation des outils de gestion de la liquidité[15]. Nous présentons ici les grandes lignes directrices de la doctrine en matière de calibration.
Pour les fonds accessibles aux investisseurs de détail, les *gates* – concernées par les récentes mesures d'incitations – ne peuvent être activées qu'en situation de tensions (lorsque les rachats dépassent un certain seuil). Il est important de noter qu'un seuil relativement bas n'entraîne pas nécessairement une liquidité plus limitée pour les porteurs, mais produit plutôt un plus grand nombre de situations dans lesquelles le gestionnaire pourra choisir d'utiliser des *gates* au lieu d'une suspension – sans que cette activation soit obligatoire ou automatique. À l'inverse, si le seuil de déclenchement retenu par le gérant est trop élevé, les *gates* peuvent ne pas être actionnables en pratique (ce qui accroît le risque d'une suspension pure et simple des rachats).

L'objectif de la calibration est donc de trouver un équilibre entre (i) la possibilité d'activer les *gates* lorsque cela est nécessaire, non seulement une fois mais également pendant une certaine période de temps ; et (ii) de ne pas

[11] Directive (UE) 2024/927 du Parlement européen et du Conseil du 13 mars 2024 modifiant les directives 2011/61/UE et 2009/65/CE en ce qui concerne les modalités de délégation, la gestion du risque de liquidité, les déclarations à des fins de surveillance, la fourniture de services de dépositaire et de conservation ainsi que l'octroi de prêts par les fonds d'investissement alternatifs.
[12] Les outils de gestion de la liquidité doivent être choisis parmi les options suivantes : plafonnement des remboursements (*gates*), prolongation des délais de préavis, frais de remboursement, ajustement de la valeur liquidative (*swing-pricing*), régime du double prix (*dual pricing*), droits d'entrée/sortie ajustables acquis au fonds (*anti-dilution levies*), remboursement en nature.
[13] Cf. AMF (2024). Plan d'action et priorités de supervision de l'AMF pour 2024. Ce plan d'action prévoyait en particulier de « réaliser un bilan d'application sur les mesures d'incitations à l'adoption de *gates* prises en 2023 ».
[14] Cf. ESMA (2024). ESMA consults on Liquidity Management Tools for funds. 8 July 2024.
NB : La consultation est ouverte jusqu'au 8 octobre 2024. Les RTS et les *guidelines* finaux doivent être finalisés pour le 16 avril 2025.
[15] AMF (2017). Instruction DOC-2017-05 : Modalités d'introduction des mécanismes de gestion de la liquidité (version mise à jour applicable au 22 avril 2024).

remettre en cause l'aspect ouvert du fonds. La doctrine de l'AMF oriente les gérants dans leur choix en prévoyant les niveaux suivants en fonction des fréquences de valorisation des fonds[16] :

Fréquence de la valeur liquidative (VL)	Seuil de plafonnement (en pourcentage de l'actif net)
Quotidienne	5 %
Hebdomadaire	10 %
Bimensuelle	15 %
Mensuelle	20 %

Un seuil différent peut être décidé par la société de gestion s'il est justifié au regard de la périodicité de calcul de la valeur liquidative, de la stratégie de l'organisme de placement collectif et des actifs sous-jacents.

Statistiquement, au cours des quatre dernières années, seuls 56 % des OPCVM ont eu au moins une fois un niveau de rachat quotidien supérieur à 5 %. Pour les fonds concernés, ce niveau de rachat n'arrive en moyenne qu'une fois par an. Les niveaux retenus pour le seuil de déclenchement ne remettent donc pas en cause l'aspect ouvert des fonds mais permettent néanmoins d'éviter une déformation trop importante du portefeuille du fait de rachats en période de faible liquidité (ce qui serait le risque en l'absence de *gates*).

Concernant le *swing-pricing* et les ADL, la doctrine propose des modèles de calcul permettant une compréhension homogène de l'outil et évitant des modalités qui pourraient être non-conformes à l'intérêt de tous les porteurs.

[16] Des seuils spécifiques sont prévus pour les OPCI et les FCPR *evergreen* en partie investis dans des actifs peu liquides.

II. ACTUALISATION DES RÉSULTATS DE L'OUTIL DE SUIVI

1. ADOPTION DES *GATES* (PLAFONNEMENT DES RACHATS)

Autorisé à partir de 2008 pour les seuls fonds professionnels à vocation générale (FPVG) et fonds de fonds alternatifs (FFA), le mécanisme de plafonnement des rachats, ou *gates*, a été rendu accessible à tous les autres types de fonds français en 2016[17]. Ce dispositif permet au gérant de limiter à une proportion prédéfinie de l'actif net du fonds (par exemple 5 %) les rachats exécutables à une date donnée en cas de crise de liquidité.

Pour encourager l'adoption des *gates*, l'AMF a non seulement mis en place une période transitoire durant laquelle les modalités d'introductions sont allégées, mais aussi exigé que les fonds qui choisiraient de ne pas s'en équiper apposent une mention explicite dans leurs prospectus signalant leur absence.

Une modification marginale du programme informatique a été rendue nécessaire par cette obligation de signaler (et justifier) dans les prospectus l'absence de *gates* le cas échéant : l'outil initial détectait cette mention mais l'associait à tort à la présence des *gates*. Une recherche textuelle simple de l'expression standard de l'avertissement obligatoire a permis de corriger ce biais.

La proportion de *gates* détectées dans la documentation réglementaire des fonds de droit français a substantiellement augmenté, de 2 % de l'actif net cumulé fin 2017 à 11 % en 2022 et à 28 % à la fin de l'année 2023, ce qui témoigne de l'efficacité des mesures incitatives introduites par l'AMF dans sa doctrine (cf. Graphique 1).

Plus précisément, le taux d'équipement des fonds monétaires est passé de 3 % à 8 % de l'encours entre 2022 et 2023, de 18 % à 49 % pour les fonds actions sur la même période, de 12 % à 31 % pour les fonds obligataires et de 11 % à 37 % pour les fonds diversifiés. À la fin de l'année 2023, plus de la moitié des OPCVM actions, obligataires ou diversifiés disposent du mécanisme de plafonnement des rachats (respectivement 71 %, 59 % et 68 %). Des *gates* sont identifiées dans 60 % des ETF actions et 88 % des ETF diversifiés. Concernant les FIA à vocation générale (FIVG), le taux d'équipement est de 63 % pour les stratégies actions et de 88 % pour les FIVG diversifiés, mais seulement de 29 % pour les FIVG obligataires. La proportion est moindre pour les FIA dédiés (respectivement 15 %, 7 % et 23 % pour les catégories actions, obligations et mixtes), ainsi que pour les fonds d'épargne salariale (14 % des fonds communs de placement en entreprise – FCPE – monétaires, 16 % des FCPE actions, 29 % des FCPE obligataires, 18 % des FCPE diversifiés, et moins de 1 % des fonds d'actionnariat salarié). Il convient toutefois de noter que les fonds d'épargne salariale existants ont jusqu'à fin 2024 pour se conformer à la nouvelle doctrine.

Les *gates* ont pu être détectées pour 5 % des fonds de capital investissement, mais pour 96 % des encours de fonds communs de placement à risques (FCPR) *evergreen*.

Le taux d'équipement atteint 28 % des encours de fonds immobiliers : il est de plus de 99 % au sein des organismes de placement collectif en immobilier grand public (OPCI) et de 38 % pour des OPCI professionnels (ou OPPCI). Les *gates* ne trouvent pas à s'appliquer en tant que telles pour les SCPI, ces dernières ayant des modalités de retrait spécifiques. Il est important de préciser que l'outil historique de lecture des prospectus ne détecte pas bien les *gates* systématiques, c'est-à-dire des limitations permanentes des rachats au-delà d'une fraction (généralement très faible) de l'actif net. Une vérification manuelle sur l'ensemble des prospectus d'OPPCI et d'OPCI pour lesquels l'outil n'a pas détecté de *gates* à fin 2023 a permis de confirmer la présence quasi-systématique d'une disposition permanente :

[17] Cf. Article D. 214-28-1 du CoMoFi pour les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières à règles d'investissement allégées avant 2013, puis, à partir de 2013, les Articles L. 214-146 et D. 214-188 du CoMoFi pour les FPVG ; les Articles L. 214-141 et D. 214-184 pour les FFA. cf. pour l'extension à tous les types de fonds : loi n°2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (Article 118). Les modifications du CoMoFi portent sur les articles L.214-7-4 (SICAV OPCVM), L.214-8-7 (fonds OPCVM), L. 214-24-33 (SICAV FIVG), L. 214-24-41 (fonds FIVG), L. 214-67-1 (sociétés de placement à prépondérance immobilière à capital variable), L. 214-77 (fonds de placement immobilier). Les fonds de capital investissement sont captés par renvoi (Article L. 214-27).

- quatre des cinq OPCI sans *gates* détectées suspendent systématiquement les rachats excédant une fraction de l'actif net[18]. Le 5e fonds assume l'absence de *gates*.
- sur les 38,9 milliards d'euros d'OPPCI sans *gates* détectées à fin 2023 (293 classes de parts distinctes), 23 classes de parts de fonds (950 millions d'euros) n'ont pas transmis leur prospectus et cinq classes de parts (80 millions d'euros) sont fermées aux rachats. Tous les autres prospectus indiquent une limitation des rachats au-delà d'un certain seuil[19].

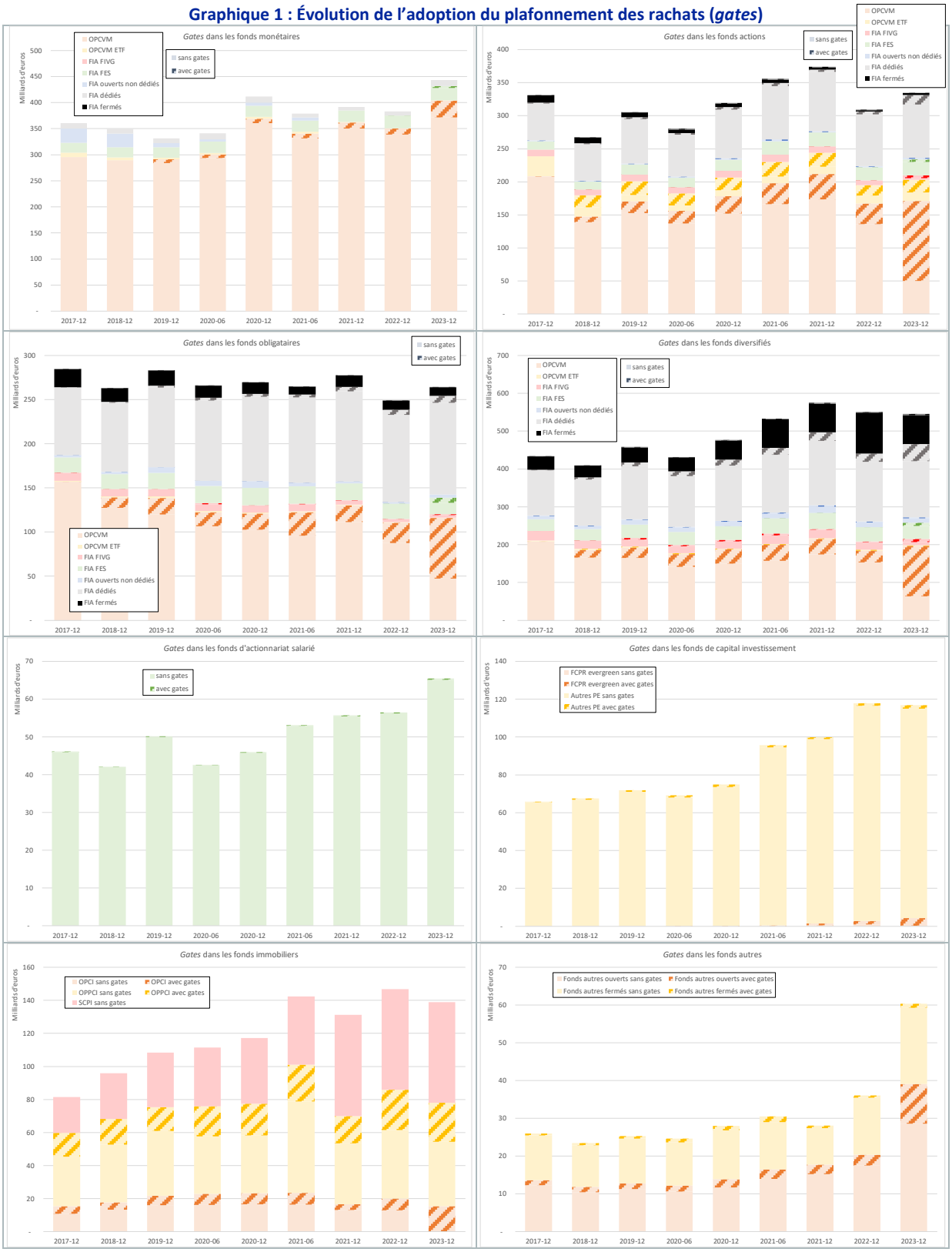
Enfin, le taux d'équipement est de 19 % des encours pour les fonds autres (mais atteint 27 % pour les seuls fonds ouverts).

À l'inverse, la mention explicite du refus d'introduire un dispositif de plafonnement des rachats a été détectée pour 6 % des fonds de droit français (en termes d'actif net) à la fin de l'année 2023 (cf. Graphique 2). Elle est présente pour 3 % des MMF, 11 % des fonds actions, 8 % des fonds obligataires et diversifiés et 5 % des fonds autres. Aucun fonds d'actionnariat salarié ou fonds de *private equity* n'a apposé la mention. Un seul fonds immobilier (OPCI) a préféré ajouter la mention plutôt qu'introduire des *gates*.

Même si l'obligation d'insérer cet avertissement ne s'applique qu'à partir du 1er janvier 2024 (exception faite de certains fonds d'épargne salariale qui ont jusqu'au 31/12/2024), il apparaît clairement qu'à la veille de cette date, près de 40 % des fonds actions, plus de la moitié des fonds obligataires et diversifiés (respectivement 61 % et 55 %) et 88 % des fonds monétaires ne s'étaient pas dotés de *gates* ni ne signalaient les risques associés à leur absence. Il reste donc encore une nette marge de progression.

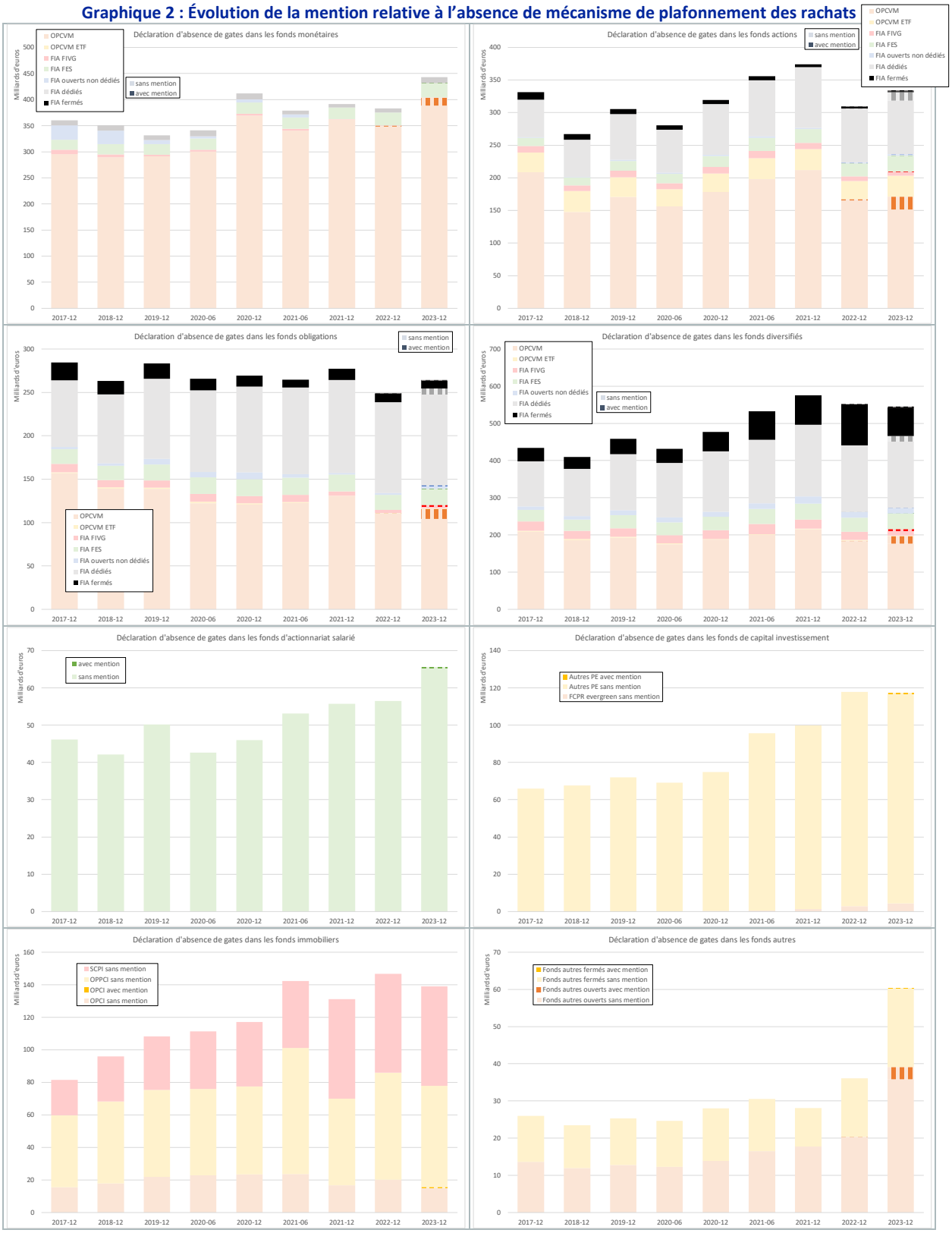
[18] Deux fonds ont un seuil à 2 %, un fonds suspend au-delà de 1,5 %, et le dernier dès 0,01 %.
[19] Ce seuil est inférieur ou égal à 0,1 % de l'actif net pour 244 classes de parts (35,7 milliards d'euros d'actif net). Les quinze autres classes de parts (totalisant 2,1 milliards d'euros d'actif net) disposent de seuils compris entre 0,2 % et 2,5 %.

Graphique 1 : Évolution de l'adoption du plafonnement des rachats (*gates*)



Source : AMF (base BIO, base prospectus, outil de détection des LMT)

Graphique 2 : Évolution de la mention relative à l'absence de mécanisme de plafonnement des rachats



Source : AMF (base BIO, base prospectus, outil de détection des LMT)

2. INTRODUCTION DES OUTILS ANTI-DILUTIFS (*SWING-PRICING* ET DES ADL)

Les outils anti-dilutifs permettent au gérant d'affecter à l'investisseur sortant (respectivement entrant) le coût de la liquidité que sa décision de rachat (resp. de souscription) impose au fonds, afin de ne pas pénaliser les autres investisseurs en diluant leur performance. Ils sont autorisés en France depuis 2014. En particulier, dans les périodes de moindre liquidité des titres sous-jacents, il peut être plus compliqué (et plus coûteux) de vendre des actifs pour honorer des demandes de rachats (écartement des *spreads bid-ask*). Alternativement, si le gérant utilise ses poches de liquidité pour payer les investisseurs sortants, il déforme la structure de son portefeuille au détriment des autres porteurs de parts.

Les outils anti-dilutifs ont donc comme premier objectif la protection des investisseurs et le traitement équitable des porteurs de parts. Toutefois, en permettant de limiter la prime au premier sortant (*first-mover advantage*) et les mécanismes de passager clandestin (*free-riding*) sur la liquidité du fonds, ils contribuent aussi à éviter les rachats préventifs et les phénomènes de course à la liquidité.

Swing-pricing et droits d'entrée/sortie ajustables acquis au fonds (ou *anti-dilution levies*, ADL) impliquent tous deux une évaluation précise du coût effectif de la liquidité au moment du rachat ou de la souscription. Ils diffèrent en revanche dans la manière de le faire supporter à l'investisseur en mouvement. Comme leur nom l'indique, les ADL sont des frais ajustables (car calculés en fonction du coût réel à l'instant t) qui viennent s'ajouter aux frais d'entrée/sortie prélevés par le gérant, mais qui sont pour leur part reversés à l'actif du fonds pour dédommager l'ensemble des porteurs de parts. Le *swing-pricing* consiste à refléter le coût de la liquidité directement dans la valeur liquidative (VL, c'est-à-dire le prix unitaire de la part) qui servira pour déterminer le montant total remboursé à l'investisseur.

- *Swing-pricing :*

Entre fin 2022 et fin 2023, le taux d'adoption du *swing-pricing* par les fonds français a plus que doublé, passant de 6 % à 14 % des encours[20]. La progression se constate sur les principales classes d'actifs standard : de 13 % à 28 % pour les fonds actions, de 20% à 29 % pour les fonds obligations, et de 5 % à 17 % pour les fonds diversifiés (cf. Graphique 3). Cet outil, qui requiert la capacité de mesurer effectivement le coût de la liquidité, et accroît par ailleurs mécaniquement la volatilité en reflétant ce coût directement dans la VL des fonds, reste en revanche très marginal pour les autres catégories de fonds (1 % des encours ou moins pour les MMF, les fonds d'actionnariat salarié, les fonds de capital investissement, les fonds immobiliers et les fonds autres à la fin de l'année 2023)[21].
En entrant davantage dans le détail, dispositif de *swing-pricing* est détecté dans la documentation réglementaire à fin 2023 pour près de la moitié des OPCVM actions (49 %), 59 % des OPCVM obligataires et 36 % des OPCVM diversifiés. Les taux sont beaucoup plus faibles pour les fonds dédiés (3 % des fonds actions, 1 % des fonds obligataires et 4 % des fonds mixtes). Du côté des FCPE, on atteint un taux d'équipement de 11 % pour les fonds actions, de 28 % pour les fonds obligataires, et de 18 % pour les fonds diversifiés. Enfin, comme cela avait déjà été signalé par Darpeix et al. (2021), aucun ETF n'est doté de *swing-pricing*.

- ADL :

Les ADL sont beaucoup moins répandus que le *swing-pricing* (cf. Graphique 4) les fonds français équipés du dispositifs représentent moins de 2 % des encours à fin 2023 (contre 1,4 % l'année précédente). On les retrouve surtout dans les fonds actions (10 % de l'actif net cumulé) et seulement marginalement dans les fonds obligataires et diversifiés (moins de 1 %). Les ADL sont totalement absents des fonds d'épargne salariale (FCPE ou actionnariat salarié), des fonds monétaires, des fonds immobiliers, des fonds de *private equity* et des fonds autres.
Dans le détail, les ADL se retrouvent surtout dans les ETF actions (82 % de l'encours) et dans les ETF diversifiés (88 % de l'encours). L'alignement des conditions de mise en place des ADL sur celles du *swing-pricing* ont sans doute joué, mais n'ont vraisemblablement pas permis de rendre cet outil d'usage courant.

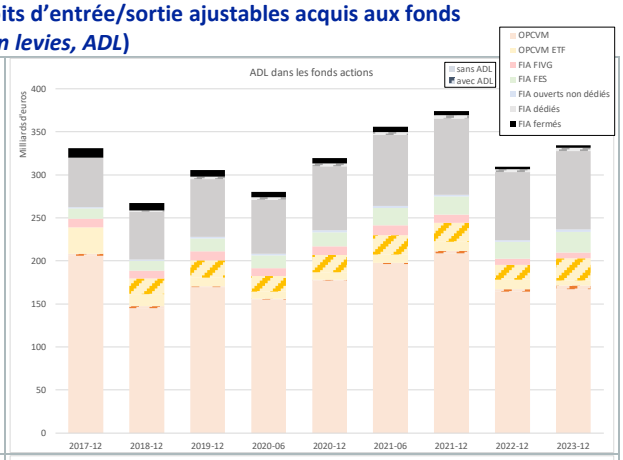
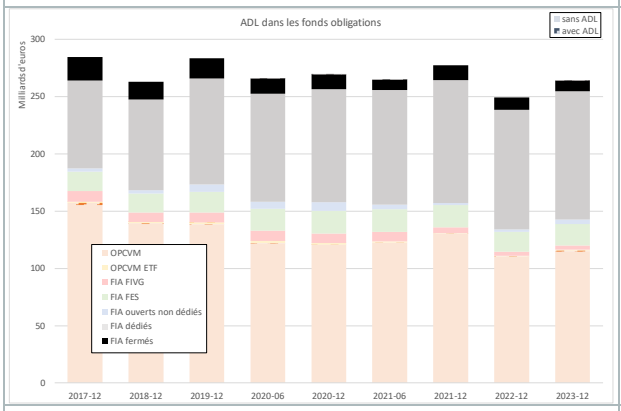
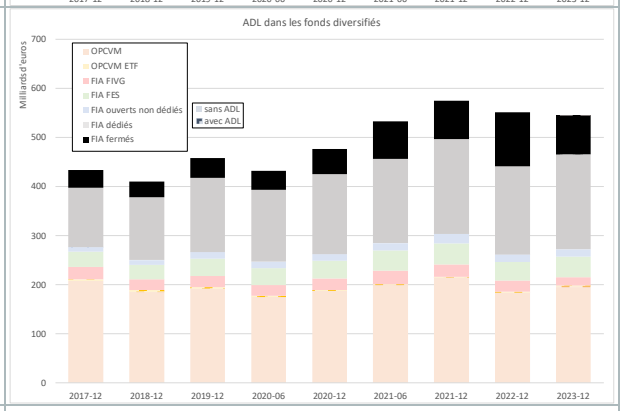
[20] NB : une vérification manuelle a été faite pour corriger quelques erreurs d'identification liées aux fonds à compartiments.
[21] Signalons toutefois, au sein de ces grandes stratégies, l'adoption du *swing-pricing* par 13 % des FCPE monétaires, et 28 % des FCPR *evergreen*.

Graphique 3 : Évolution de l'adoption du *swing-pricing*

Pas de *swing-pricing* détecté dans les fonds immobiliers

Source : AMF (base BIO, base prospectus, outil de détection des LMT)

Graphique 4 : Évolution de l'adoption des droits d'entrée/sortie ajustables acquis aux fonds (*anti-dilution levies, ADL*)

<table>
<tr><td>Pas d'ADL détectés dans les fonds monétaires</td><td> 
</td></tr>
<tr><td> 
</td><td> 
</td></tr>
<tr><td>Pas d'ADL détectés dans les fonds d'actionnariat salarié</td><td>Pas d'ADL détectés dans les fonds de capital investissement</td></tr>
<tr><td>Pas d'ADL détectés dans les fonds immobiliers</td><td>Pas d'ADL détectés dans les fonds autres</td></tr>
</table>

Source : AMF (base BIO, base prospectus, outil de détection des LMT)

3. PRÉSENCE DE LA MENTION RELATIVE AUX SUSPENSIONS TOTALES

La faculté de suspendre à titre provisoire les souscriptions et rachats quand les circonstances exceptionnelles l'exigent et si l'intérêt des actionnaires/porteurs de parts ou du public le commande fait partie des prérogatives que le Code monétaire et financier (CoMoFi) donne aux gérants de fonds de manière explicite[22].

La mention du pouvoir de suspension des rachats par les sociétés de gestion est très largement répandue dans la documentation réglementaire des fonds : quelle que soit l'échéance retenue pour l'analyse, c'est plus de 70 % de l'actif net cumulé des fonds français qui était concerné par une telle mention, avec de légères variations selon les classes d'actifs.

À fin 2023, on relevait la mention pour 78 % de l'actif net cumulé des fonds monétaires, 90 % des fonds actions, 84 % des fonds obligataires et 77 % des fonds diversifiés (cf. Graphique 5). Si le taux de détection est très élevé pour les OPCVM, les FIVG et les FIA dédiés (plus de 80 % voire plus de 90 %), il est substantiellement moindre pour les fonds d'épargne salariale (61 % des FCPE monétaires, 53 % des FCPE actions, 67 % des FCPE obligataires et 57 % des FCPE diversifiés) ainsi que, plus marginalement du fait de leur taille limitée, pour les fonds professionnels ouverts (66 % des fonds actions, 36 % des fonds obligataires, 54 % des fonds diversifiés).

Le taux de détection était de 57 % pour les fonds d'actionnariat salarié (en ligne avec les chiffres observés pour les différentes classes de FCPE), 46 % des fonds immobiliers (88 % pour les OPPCI, et 56 % pour les OPCI, mais 0 % pour les SCPI) et 47 % des fonds autres (dont 68 % pour les seuls fonds ouverts).

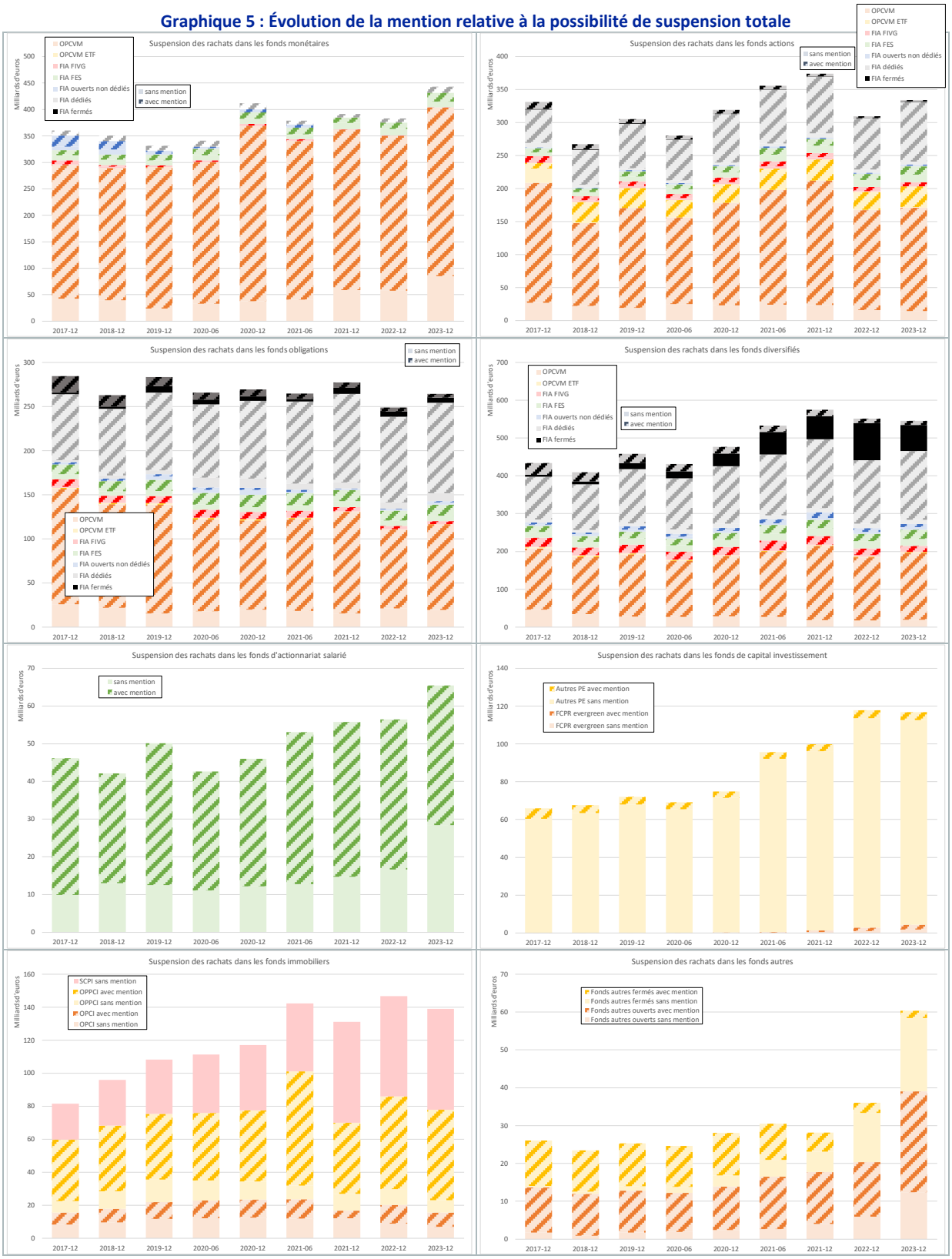
5,7 % de l'actif net des fonds de capital investissement était associé à une mention de la possibilité de suspension à la main du gérant, mais ce taux montait à 56 % pour les FCPR *evergreen*.

Enfin, signalons que l'AMF peut aussi exiger la suspension totale des OPCVM et FIA de droit français à titre provisoire en vertu des articles L. 621-13-2 et L. 621-13-3 du CoMoFi (là encore, « lorsque des circonstances exceptionnelles l'exigent et si l'intérêt des porteurs de parts, des actionnaires ou du public le commande »). Ce pouvoir, qui ne nécessite aucune mention spécifique dans la documentation réglementaire des fonds, a été utilisé à deux reprises par l'Autorité jusqu'à ce jour : une première fois en 2014 pour deux fonds, et une seconde fois en 2020 pour trois fonds.[23]

[22] Cf. les Articles L.214-7-4, L.214-8-7, L. 214-24-33 et L.214-24-41 du CoMoFi, concernant respectivement les SICAV OPCVM, les FCP OPCVM, les SICAV FIVG et les FCP FIVG (versions en vigueur au 26 mai 2023). Sauf dispositions contraires, ces articles sont également applicables aux FFA, FPVG et FES par renvoi des articles L.214-139, L.214-143 et L.214-163 du CoMoFi. Voir aussi les articles L. 214-67-1 et L. 214-77 du CoMoFi, respectivement pour les sociétés de placement à prépondérance immobilière à capital variable, et les fonds de placement immobilier.

[23] AMF (2020). L'AMF confirme avoir demandé la suspension des souscriptions et des rachats des parts de trois OPCVM de droit français gérés par la société de gestion britannique H2O Asset Management LLP. 28 août 2020.

Graphique 5 : Évolution de la mention relative à la possibilité de suspension totale



Source : AMF (base BIO, base prospectus, outil de détection des LMT)

4. PRÉSENCE DE LA MENTION RELATIVE À LA POSSIBILITÉ DE RÉGLER LES RACHATS EN NATURE

Le règlement général de l'AMF stipule que les rachats peuvent être honorés en numéraire ou en nature (*redemption in kind*)[24]. Cela signifie que, sous certaines conditions, l'investisseur souhaitant sortir du fonds peut recevoir les titres sous-jacents correspondants plutôt que leur contre-valeur en euros.

Cette disposition permet d'éviter la liquidation des actifs sur le marché en lui préférant un simple transfert, toutefois les règles encadrant les rachats en nature sont relativement limitatives. Tout d'abord, cette faculté doit être mentionnée explicitement dans le règlement ou les statuts du fonds. Ensuite, le gérant ne peut imposer cette option de rachat à l'investisseur sortant (ce dernier doit donner son accord pour un paiement en nature plutôt qu'en espèces). Enfin, si les titres utilisés pour honorer le rachat ne représentent pas une quote-part représentative des actifs en portefeuille, c'est l'ensemble des investisseurs qui doivent donner leur accord.

En pratique, les rachats en nature sont surtout utilisés dans le cas des ETF et de certains fonds dédiés.

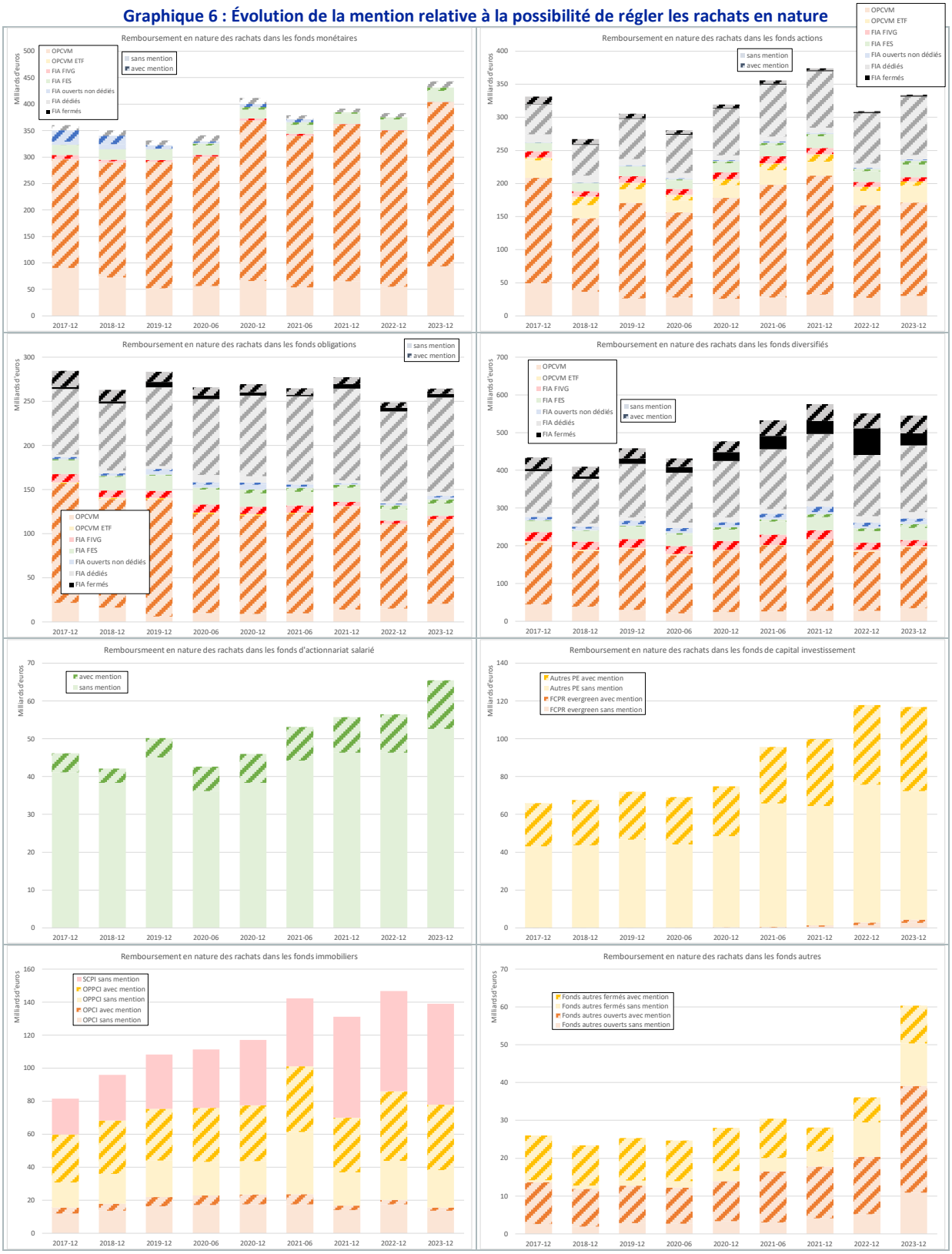
Comme pour les suspensions totales, les fonds de droit français signalent très majoritairement l'option des rachats en nature dans leurs documents réglementaires (entre 69 % et 74 % de l'actif net cumulé selon les années – cf. Graphique 6). Pour l'échéance de fin d'année 2023, la mention correspondante est présente pour 74 % de l'actif net des fonds monétaires, 75 % des fonds actions, 83 % des fonds obligataires et 77 % des fonds diversifiés. Dans le détail, la mention des rachats en nature est détectée pour 82 % des OPCVM actions et obligations, pour 83 % des OPCVM diversifiés, et 77 % des OPCVM monétaires. Le taux de détection dépasse les 90 % dans les FIVG et les FIA dédiés, mais la mention est plus rare dans les fonds professionnels ouverts (43 % des fonds actions, 40 % des fonds obligataires, et 59 % des fonds diversifiés).

La faculté de règlement en nature des rachats concerne moins d'un quart de l'actif net cumulé des fonds d'épargne salariale (25 % des FCPE monétaires, 21 % des FCPE actions, 26 % pour les FCPE obligataires, 24 % des FCPE diversifiés et 20 % des fonds d'actionnariat salarié).

40 % des fonds de capital investissement mentionnent les rachats en nature (38 % des FCPR *evergreen* et 40 % des autres types de fonds), ainsi que 30 % des fonds immobiliers (12 % des OPCI, mais 64 % des OPPCI) et 63 % des fonds autres (72 % pour les seuls fonds ouverts).

[24] Cf. les Articles 411-20 et 422-21 du RG AMF, respectivement pour les OPCVM et les FIVG. Sauf dispositions contraires, ces articles sont également applicables aux FFA, FPVG et FES, respectivement par renvoi des articles 422-250, 423-1 et 424-1 du RG AMF.

Graphique 6 : Évolution de la mention relative à la possibilité de régler les rachats en nature



Source : AMF (base BIO, base prospectus, outil de détection des LMT)

5. POPULATION DE FONDS CANTONNÉS ET DE FONDS RÉPLIQUES

Les *side-pockets*, ou fonds de cantonnement, permettent à un OPC d'isoler des actifs litigieux du reste du portefeuille. Il s'agit en pratique de scinder le fonds en deux avec d'un côté un fonds réplique qui recueille tous les actifs « sains » et poursuivra la stratégie d'investissement du fonds initial, et de l'autre un fonds de cantonnement, géré de façon extinctive, et qui récupère les actifs problématiques. Ce dispositif a surtout été utilisé en France pour isoler les actifs concernés par la fraude Madoff en 2008, les actifs illiquides des fonds H2O en 2020 et, plus marginalement, les actifs russes en 2022.

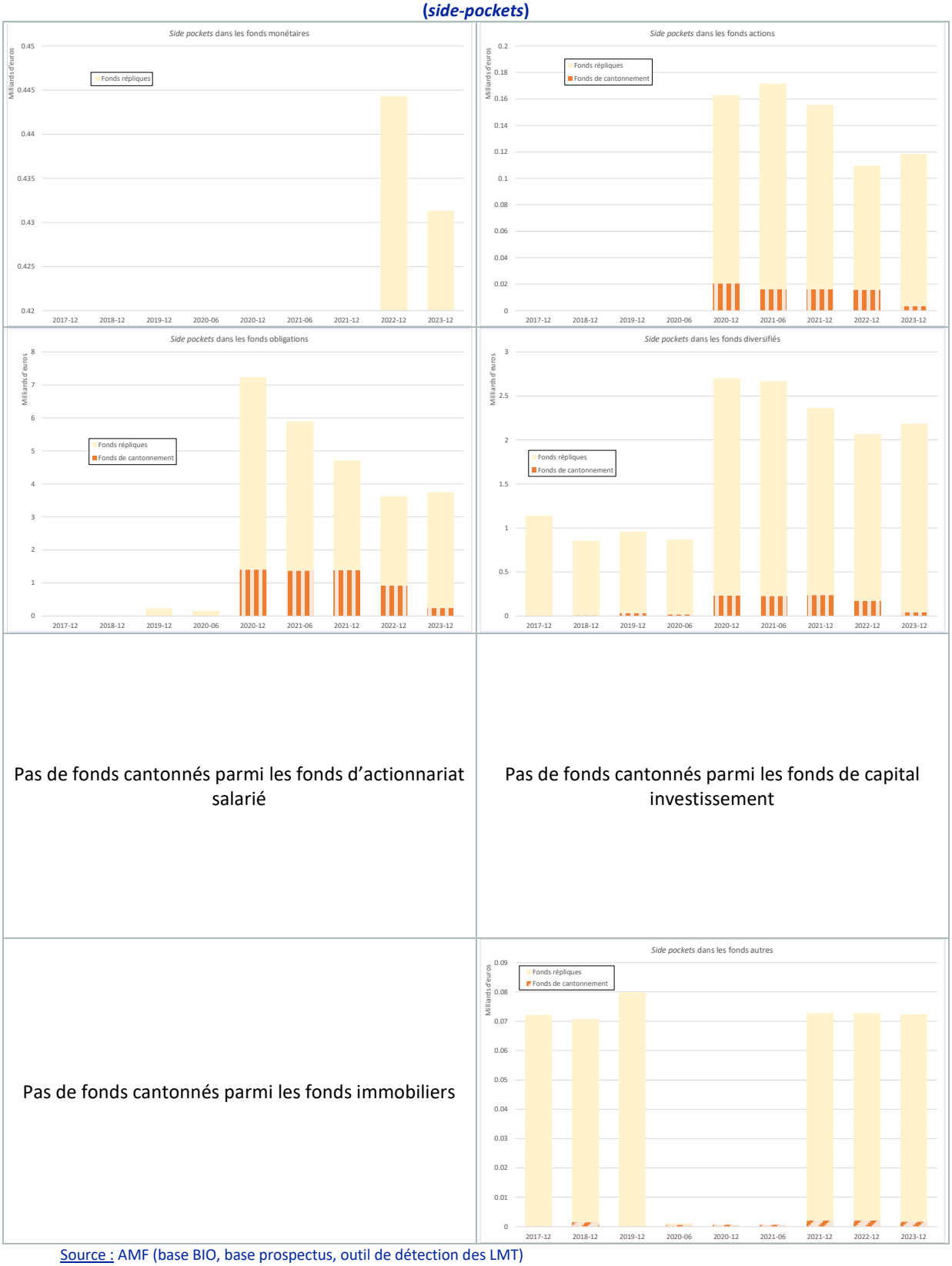
Pour chaque part du fonds initial, les investisseurs reçoivent une part du fonds cantonné et une part du fonds réplique. Si les parts du fonds réplique peuvent être librement achetées ou vendues à leur VL, les parts du *side-pocket* doivent être conservées (jusqu'à la liquidation de ses actifs par la société de gestion du fonds).

À l'exception des fonds immobiliers et des Organismes de financement spécialisés (OFS), tous les fonds de droit français peuvent recourir aux *side-pockets* si les conditions l'exigent (sans qu'il y ait besoin de mentionner cette éventualité dans la documentation réglementaire).

L'outil de lecture automatisée des prospectus permet toutefois d'identifier certains des fonds qui ont fait l'objet d'une scission. Une analyse manuelle sur la base des dénominations des fonds a permis de compléter cette identification et d'associer les fonds répliques aux *side-pockets* correspondants (cf. Graphique 7). De par leur nature extinctive, l'encours des fonds cantonnés a vocation à diminuer dans le temps (aucune souscription n'est possible, et la valeur des actifs cantonnés tend à s'amenuiser lorsque les difficultés se concrétisent).

NB : Un fonds monétaire a été amené à cantonner des actifs de court-terme liés à une entreprise russe en mars 2022. Le fonds de cantonnement a été soldé en juillet de la même année, ce qui explique que seul le fonds réplique est visible dans le Graphique 7.

Graphique 7 : Population des fonds cantonnés et fonds répliques (*side-pockets*)



Pas de fonds cantonnés parmi les fonds d'actionnariat salarié

Pas de fonds cantonnés parmi les fonds de capital investissement

Pas de fonds cantonnés parmi les fonds immobiliers

Source : AMF (base BIO, base prospectus, outil de détection des LMT)

CONCLUSION

À la fin de l'année 2023, le taux d'équipement des fonds français en outils de gestion de la liquidité a crû fortement par rapport aux années précédentes, et en particulier pour les types d'OPC spécifiquement ciblés par les mesures incitatives mises en place par l'AMF.

Les prospectus des fonds français font état de mécanismes de plafonnement des rachats pour près des deux tiers de l'encours d'OPCVM et FIVG relevant des catégories actions, obligataires et diversifiés, contre à peine 20 % un an auparavant. Le taux d'équipement atteint 96 % pour les fonds *retail* de capital investissement (FCPR), et 99 % pour les OPCI grand public (contre respectivement 65 % et 36 % fin 2022). La progression des *gates* est également visible pour les catégories de fonds qui n'étaient pas directement ciblées par les modifications de la doctrine, ou qui disposaient d'un délai supplémentaire pour les mettre en œuvre. C'est par exemple le cas des fonds monétaires dont les encours concernés par les *gates* passent de 3 % fin 2022 à 8 % fin 2023, ainsi que des fonds dédiés et les FCPE suivant des stratégies actions, obligations ou mixtes (dont le taux d'équipement passe de 9 % à 17 % et de 1% à 20 % entre fin 2022 et fin 2023 respectivement).

La progression des outils anti-dilutifs est elle-aussi significative. Près de la moitié de l'encours des OPCVM et FIVG actions, obligations ou diversifiés (48 %) étaient associés à des ADL ou à du *swing-pricing* fin 2023 contre à peine plus du quart un an plus tôt (26 %). Sur les mêmes stratégies classiques, le taux d'équipement passe de 2 % à 19 % pour les FCPE et de 1 % à 4 % pour les fonds dédiés.

A moyen terme, l'obligation de disposer d'au moins un outil de gestion de la liquidité (pour les MMF) et d'au moins deux outils (pour tous les OPCVM et tous les FIA ouverts) devrait faire progresser ces chiffres encore davantage.

AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS
AMF

BIBLIOGRAPHIE

Darpeix, Pierre-Emmanuel, Caroline Le Moign, Nicolas Même et Marko Novakovic (2020). Présentation et recensement des outils de gestion de la liquidité des fonds français. *Documents de travail de l'AMF*, Juillet 2020

Darpeix, Pierre-Emmanuel, Nicolas Même, Natacha Mosson et Marko Novakovic (2021). Présentation et recensement des outils de gestion de la liquidité des fonds français : vision dynamique depuis 2017 et actualisation à mi-2021. *Documents de travail de l'AMF*, Novembre 2021.

Darpeix, Pierre-Emmanuel et Natacha Mosson (2021b). Identification des fonds distribués via l'assurance vie ou supports de placement des assureurs : nouvelles données mobilisées et première analyse en termes d'outils de gestion de liquidité *Documents de travail de l'AMF*, 10 juin 2021