

MODALITES DE MISE EN PLACE D'INTRODUCTION DES MECANISMES DE PLAFONNEMENT DES RACHATS OU « GATES »

Textes de référence : articles L. 214-7-4, L. 214-8-7, L. 214-24-33, L. 214-24-41, L. 214-27, L. 214-61-1, L. 214-67-1, L. 214-77, L. 214-139, L. 214-141, L. 214-143, L. 214-146, L. 214-148, L. 214-152, L. 214-159, L. 214-163, D. 214-184 et D. 214-188 du code monétaire et financier et articles 411-20-1, 422-21-1, 422-120-1, 422-134-1, 423-12, 423-55 et 424-1 du règlement général de l'AMF

Cette instruction s'applique aux sociétés de gestion qui gèrent un organisme de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), un fonds d'investissement à vocation générale (FIVG), un fonds de capital investissement (FCPR, FCPI et FIP), un fonds professionnel à vocation générale (FPVG), un organisme de placement collectif immobilier (OPCI), un organisme professionnel de placement collectif immobilier (OPPCI), un fonds professionnel de capital investissement (FPCI), un fonds d'épargne salariale (FES), un fonds de fonds alternatif (FFA) lorsqu'elles envisagent de mettre en place un mécanisme de plafonnement des rachats (ou « *gates* »).

Par méthode, le terme « société de gestion » désigne la société de gestion de portefeuille agréée en France et la société de gestion agréée dans un Etat membre de l'Union européenne autre que la France¹ qui gèrent les organismes de placement collectif de droit français mentionnés ci-dessus lorsqu'ils envisagent d'introduire un mécanisme de gestion de la liquidité.

Les dispositions qui suivent ne concernent pas les FIA de type fermé².

Cette instruction complète les instructions AMF DOC-2011-19, DOC-2011-20, DOC-2011-21, DOC-2011-22, DOC-2011-23 et DOC-2012-06.

Table des matières

1. INTRODUCTION DES GATES.....	2
1.1. Diligences à mener en cas d'introduction de gates dans les OPCVM, les FIVG, les FCPR, les FCPI, les FIP, les FES et les FPCI	2
1.1.1. Description des gates dans le prospectus ainsi que dans le règlement ou les statuts	2
1.1.2. Information des porteurs en cas de modification du règlement ou des statuts d'un organisme de placement collectif existant pour y inclure la possibilité de plafonner les rachats (non applicable pour les FPCI)	3
1.1.3. Seuil au-delà duquel les gates peuvent être déclenchées	3
1.1.4. Déclenchement des gates.....	4

¹ Lorsque le FIA est autogéré, le terme « société de gestion » renvoie au FIA. Il est rappelé que, dans ce cas, le véhicule doit répondre aux mêmes conditions qu'une société de gestion de portefeuille ou une société de gestion.

² Au sens de l'article 1.3. du règlement délégué (UE) n° 694/2014 de la Commission du 17 décembre 2013

1.1.5.	Information de l'AMF lors du déclenchement d'une gate	5
1.1.6.	Information des porteurs et du public lors du plafonnement des rachats	5
1.1.7.	Durée maximale d'application des gates.....	5
1.1.8.	Traitement et report des ordres non exécutés	6
1.1.9.	Annulation des ordres ex post et information sur le niveau des ordres.....	6
1.2.	Diligences à mener en cas d'introduction de gates dans les OPCV, les OPPI, les FPVG, et les FFA.....	7
1.2.1.	Description dans le prospectus, dans le règlement ou les statuts, et dans le DICI	7
1.2.2.	Information des porteurs en cas de modification du règlement ou des statuts d'un organisme de placement collectif existant pour y inclure la possibilité de plafonner des rachats	7
1.2.3.	Choix de la méthode retenue et seuil au-delà duquel les gates peuvent être déclenchées	7
1.2.4.	Modalités de déclenchement des gates	8
1.2.5.	Traitement des ordres	8
1.2.6.	Annulation des ordres.....	9

1. INTRODUCTION DES GATES

Champ d'application : OPCVM, FIVG, FCPR, FCPI, FIP, FES, FFA, FPVG, FPCI, OPCV, OPPI

L'introduction de *gates* permet d'étaler les demandes de rachats sur plusieurs valeurs liquidatives dès lors qu'elles excèdent un certain niveau, déterminé de façon objective.

Le mode de gestion du passif de l'organisme de placement collectif concerné doit être compatible avec les *gates* introduites. A cet égard, avant l'introduction des *gates*, la société de gestion doit se rapprocher du dépositaire de l'organisme de placement collectif et des prestataires concernés afin de vérifier la compatibilité du dispositif envisagé, tant en terme de traitement des flux que d'information des porteurs.

Si le plafonnement des rachats ne doit pas être conçu comme un mécanisme de gestion courante de la liquidité, il peut être davantage dans l'intérêt des porteurs que la suspension totale des rachats de parts.

1.1. Diligences à mener en cas d'introduction de gates dans les OPCVM, les FIVG, les FCPR, les FCPI, les FIP, les FES et les FPCI

1.1.1. Description des gates dans le prospectus ainsi que dans le règlement ou les statuts

L'introduction de gates et leur fonctionnement doivent être décrits de façon précise dans le règlement ou les statuts. L'introduction de gates et leur fonctionnement doivent également être décrits dans le prospectus

conformément aux plans-types des prospectus figurant en annexes des instructions DOC-2011-19, DOC-2011-20 et DOC-2012-06³.

1.1.2. Information des porteurs en cas de modification du règlement ou des statuts d'un organisme de placement collectif existant pour y inclure la possibilité de plafonner les rachats (non applicable pour les FPCI)

Dans les conditions des instructions DOC-2011-19, DOC-2011-20, DOC-2011-21 et DOC-2011-22, l'introduction ou la modification concernant des *gates* dans le règlement et les statuts d'un organisme de placement collectif existant doit être **agréée par l'AMF puis faire l'objet d'une information particulière des porteurs leur proposant de sortir de l'organisme de placement collectif sans frais⁴**.

Cette disposition n'est pas applicable aux FPCI.

1.1.3. Seuil au-delà duquel les *gates* peuvent être déclenchées

1.1.3.1. Définition du seuil dans les statuts ou le règlement de l'organisme de placement collectif

Le seuil au-delà duquel les *gates* peuvent être déclenchées doit être justifié au regard de la périodicité de calcul de la valeur liquidative de l'organisme de placement collectif, de son orientation de gestion et de la liquidité des actifs qu'il détient. Son niveau ne doit pas être de nature à remettre totalement en cause la possibilité pour un porteur de racheter ses parts ou actions dans les conditions normales de marché. Ce seuil est mentionné dans le règlement ou les statuts de l'organisme de placement collectif.

Par exemple, pour un organisme de placement collectif dont la valeur liquidative est établie mensuellement, ce principe est présumé respecté pour un seuil fixé à 20% de son actif net. Une *gate* à hauteur de 0,5% sur chaque valeur liquidative quotidienne ne permettrait plus au porteur de racheter ses parts ou actions.

A titre indicatif, le tableau suivant mentionne les niveaux de seuils de déclenchement compatibles avec cette exigence :

Fréquence de la valeur liquidative	Seuil de plafonnement (en pourcentage des actifs nets)
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.

Pour les FCPR dont les parts sont souscrites et rachetées à la demande des porteurs (dits « FCPR evergreen »), les seuils de plafonnement des rachats doivent permettre aux porteurs le rachat de leurs parts à hauteur de 2 % au moins de l'actif net du fonds tous les mois.

1.1.3.2. Calcul effectif du seuil en cas de plafonnement des rachats

Pour rappel, le seuil de déclenchement des *gates* correspond au rapport entre :

- la différence constatée, à une même date de centralisation, entre le nombre de parts ou actions de l'organisme de placement collectif dont le rachat est demandé ou le montant total de ces rachats, et

³ En l'absence de prospectus, l'introduction de *gates* doit être décrite dans le règlement ou les statuts conformément aux plans-types de règlements ou conformément aux statuts-types figurant en annexes des instructions DOC-2011-21 et DOC-2011-22.

⁴ Une sortie sans frais n'est toutefois pas requise pour les FCPR, FPCI et FIP conformément à l'instruction DOC-2011-22.

le nombre de parts ou actions de ce même organisme de placement collectif dont la souscription est demandée ou le montant total de ces souscriptions ; et

- l'actif net ou le nombre total de parts ou actions de l'organisme de placement collectif ou du compartiment considéré.

Le seuil des ordres qui ne seront pas exécutés doit être déterminé immédiatement à l'issue de la date de centralisation, de façon à informer de manière particulière les porteurs concernés dans les plus brefs délais et de leur permettre de s'opposer au report de leur ordre, s'ils le souhaitent et lorsque cela est prévu par le règlement ou les statuts, pour le reliquat qui n'aura pas été exécuté et dans le respect des préavis.

Pour les organismes de placement collectif disposant de plusieurs catégories de parts, le seuil de déclenchement des *gates* doit être le même pour toutes les catégories de parts. Le calcul de déclenchement de la *gate* est réalisé dès la fin de la centralisation des ordres mais les rachats nets des souscriptions sont exprimés en montant (nombre de parts multiplié par la dernière valeur liquidative) puis comparés à l'actif net de la dernière valeur liquidative de l'ensemble de l'organisme de placement collectif et non pas comparés à la valeur liquidative de la catégorie de parts.

Dans le cas où une valeur liquidative indicative aurait été calculée, elle peut être retenue pour le calcul du seuil. D'une manière générale, la société de gestion doit procéder aux corrections qu'elle estime nécessaires pour la détermination de l'actif net de référence pour tenir compte des informations dont elle a eu connaissance depuis le dernier calcul de la valeur liquidative. Toutefois, les rachats nets (numérateur) et l'actif net utilisé (dénominateur) doivent être calculés de la même manière et notamment sur la base de la même valeur liquidative.

Les opérations de souscription et de rachat, pour un même nombre de parts, sur la base de la même valeur liquidative et pour un même porteur ou ayant droit économique (dites opérations d'aller-retour) peuvent ne pas être soumises à la *gate*, dès lors que le règlement ou les statuts le prévoient. Cette disposition permet d'éviter qu'un porteur réalisant une opération « d'aller-retour » ne voit son ordre de rachat fractionné alors qu'un ordre de souscription d'un montant équivalent neutralise l'impact de cet ordre de rachat sur l'organisme de placement collectif.

1.1.4. Déclenchement des gates

Le déclenchement ou non du mécanisme des *gates* prévues dans le prospectus, le règlement ou les statuts de l'organisme de placement collectif est une décision relevant de la responsabilité de la société de gestion. Pour prendre cette décision, le code monétaire et financier précise que la société de gestion doit justifier que « des circonstances exceptionnelles l'exigent et [que] l'intérêt des [porteurs ou actionnaires] ou du public le commande ». Le règlement général de l'AMF précise qu'« 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 à ceux-ci, ou lorsque les demandes de rachats se présentent dans des circonstances portant atteinte à l'intégrité du marché ».

Lorsque les demandes de rachats excèdent le seuil de déclenchement de la *gate*, la société de gestion peut décider d'honorer les demandes de rachats au-delà du plafonnement prévu et exécuter ainsi partiellement ou totalement des ordres qui pourraient être bloqués. Par exemple, si les demandes totales de rachats des parts d'un organisme de placement collectif sont de 15% alors que le seuil de déclenchement de la *gate* est fixé à 10% de l'actif net, la société de gestion peut décider d'honorer les demandes de rachats jusqu'à 12,5% de l'actif net (et donc exécuter 83,3% des demandes de rachats au lieu de 66,66% si elle appliquait strictement le plafonnement à 10%).

Dans ce cas, la décision et les conditions de déclenchement de la *gate* (ou de non activation lorsque le seuil défini dans le règlement et les statuts est atteint) doivent être documentées par la société de gestion et ces documents

être tenus à la disposition de l'AMF. En particulier, lors du déclenchement d'une *gate*, la société de gestion doit justifier de son appréciation des conditions de marché à l'origine de sa décision.

Par ailleurs, l'application des *gates* ne doit pas être différente en fonction des porteurs ayant formulé une demande de rachat sur une même valeur liquidative car la société de gestion doit mettre en œuvre les *gates* dans le respect du principe d'équité de traitement entre les porteurs et éviter les risques de conflit d'intérêts.

1.1.5. Information de l'AMF lors du déclenchement d'une gate

Dès lors qu'elle a déclenché une *gate*, la société de gestion doit en informer l'AMF dans les plus brefs délais. Pour rappel, les articles L. 621-13-2 et L. 621-13-3 du code monétaire et financier prévoient que l'AMF peut « exiger qu'il soit mis fin au plafonnement ou à la suspension des rachats de parts ou actions, ou limiter à titre provisoire le recours à de tels plafonnements ou suspensions, par un ou plusieurs organismes de placement collectif, si l'intérêt des porteurs de parts, des actionnaires ou du public le commande ».

1.1.6. Information des porteurs et du public lors du plafonnement des rachats

Les porteurs dont une fraction de l'ordre n'a pas été exécutée doivent en être **informés de manière particulière** et dans les plus brefs délais. Lorsque le règlement ou les statuts de l'organisme de placement collectif prévoient la possibilité pour les porteurs de s'opposer au report de la part non exécutée de son ordre, l'information particulière doit le rappeler et être envoyée dans un délai leur permettant de demander l'annulation immédiate ou différée du report.

Les autres porteurs de l'organisme de placement collectif, le public et les investisseurs potentiels doivent également être informés du déclenchement de la gate par tout moyen, et au minimum par une mention explicite sur le site internet de la société de gestion de portefeuille.

Enfin, ce déclenchement de la *gate* doit faire l'objet d'une information **de tous les porteurs de parts ou actionnaires de l'organisme de placement collectif concerné lors de la prochaine information périodique des porteurs.**

1.1.7. Durée maximale d'application des gates

Le plafonnement des rachats ne peut être introduit qu'à titre provisoire.

Par ailleurs, en l'absence de droit de priorité accordé aux ordres reportés, un ordre peut être reporté et s'échelonner sur un très grand nombre de valeurs liquidatives. Il est ainsi nécessaire que les porteurs aient de la visibilité sur la durée du plafonnement.

Le règlement ou les statuts de l'organisme de placement collectif doivent donc prévoir la durée maximale de la *gate*. Cette durée doit être justifiée au regard de la périodicité de calcul de la valeur liquidative de l'organisme de placement collectif, de son orientation de gestion et de la liquidité des actifs qu'il détient. Elle ne devrait pas dépasser le nombre de valeurs liquidatives défini dans le tableau suivant en fonction de la fréquence de la valeur liquidative de l'organisme de placement collectif :

⇒ Fréquence de la valeur liquidative	⇒ Nombre maximal de valeurs liquidatives (VL) pour lesquelles un plafonnement des rachats peut être appliqué	⇒ Estimation du temps de plafonnement maximal
⇒ Quotidienne	⇒ 20 VL sur 3 mois	⇒ 1 mois
⇒ Hebdomadaire	⇒ 8 VL sur 6 mois	⇒ 2 mois
⇒ Bimensuelle	⇒ 5 VL sur 6 mois	⇒ 2,5 mois

⇒ Mensuelle ou inférieure	⇒ 3 VL sur 6 mois	⇒ 3 mois
---------------------------	-------------------	----------

Au plus tard lorsque le délai fixé dans le règlement ou les statuts est atteint, la société de gestion doit mettre fin à la gate et envisager une autre solution exceptionnelle qui peut être, notamment, la suspension des rachats ou la liquidation de l'organisme de placement collectif.

Pour les FCPR dont les parts sont souscrites et rachetées à la demande des porteurs, les demandes de rachat doivent être exécutées et réglées au maximum dans un délai de 18 mois à compter de la réception de l'ordre.

1.1.8. Traitement et report des ordres non exécutés

La société de gestion doit déterminer et préciser dans le règlement ou les statuts de l'organisme de placement collectif si les ordres non exécutés seront annulés ou reportés automatiquement sur la valeur liquidative suivante, au regard du dispositif global de gestion de la liquidité. Elle doit également tenir compte du risque que les modalités de report n'incitent les porteurs à anticiper leurs demandes de rachat ou à passer des ordres supérieurs à leur souhait en sachant qu'ils seront partiellement exécutés. De surcroît, concernant la possibilité pour un porteur de révoquer un ordre non exécuté, la société de gestion doit s'assurer de la faisabilité opérationnelle du schéma retenu avec les acteurs concernés (dépositaire, centralisateur ...).

Les modalités de traitement et de report des ordres doivent respecter les conditions suivantes :

- Les ordres de rachats doivent être exécutés dans les mêmes proportions pour tous les porteurs ayant demandé un rachat depuis la dernière date de centralisation. Lorsque les ordres dépassant le seuil fixé pour le plafonnement des rachats ne sont pas exécutés, les règles de réduction des ordres doivent assurer un traitement équitable des porteurs sortants ;
- Les ordres de rachats non exécutés sont annulés ou automatiquement reportés sur la prochaine valeur liquidative ;

La part des ordres de rachats non exécutée et automatiquement reportée peut être révoquée par les porteurs concernés, dans les conditions prévues dans le règlement ou les statuts. Lorsque la société de gestion donne aux porteurs la possibilité de s'opposer au report des ordres non exécutés, elle doit prévoir des modalités de fonctionnement permettant de connaître les ordres de rachat reportés ou révoqués (lorsque le porteur d'oppose au report), dans le respect des préavis prévus par le règlement ou les statuts.

Pour les organismes de placement collectif dont la valeur liquidative est établie plus d'une fois par semaine, la société de gestion ne peut prévoir l'annulation automatique de la part des ordres non exécutée. La part de l'ordre non exécutée est alors reportée sur la prochaine date de centralisation, sauf si, dans les conditions prévues par le règlement ou les statuts, le porteur s'oppose au report de son ordre.

- Les ordres reportés ne sont pas prioritaires sur les nouveaux ordres de rachat passés pour exécution sur la valeur liquidative suivante. Si un fractionnement des rachats est à nouveau activé sur cette valeur liquidative, ils sont donc fractionnés dans les mêmes conditions que les nouveaux ordres.

C'est en fonction de la périodicité d'établissement de la valeur liquidative et en tenant compte des préavis qu'il doit être permis ou non de s'opposer au report d'une partie d'un ordre qui n'a pas été exécutée. La société de gestion doit donc prévoir des modalités de fonctionnement permettant de connaître les ordres de rachat reportés dans le respect des préavis prévus par le règlement ou les statuts.

1.1.9. Annulation des ordres ex post et information sur le niveau des ordres

La société de gestion doit s'assurer qu'il n'existe pas de possibilité de modifier les ordres postérieurement à la date de centralisation, y compris par l'intermédiaire de demandes d'annulations qui pourraient être assimilées à des opérations de *late trading*. Par ailleurs, la société de gestion doit observer la plus stricte confidentialité sur le niveau des ordres de souscription et de rachat reçus afin qu'aucun porteur ne puisse bénéficier d'informations sur la probabilité que la *gate* soit déclenchée ou non.

1.2. Diligences à mener en cas d'introduction de gates dans les OPCI, les OPPCI, les FPVG, et les FFA

1.2.1. Description dans le prospectus, dans le règlement ou les statuts, et dans le DICI

L'introduction de gates et leur fonctionnement doivent être décrits de façon précise dans le règlement ou les statuts. L'introduction de gates et leur fonctionnement doivent également être décrits conformément aux plans-types des prospectus figurant en annexes des instructions DOC-2011-20 et DOC-2011-23.

Lorsqu'un OPCI introduit des gates et que le délai de rachat est supérieur à 5 jours ouvrés, une information complémentaire sur ces modalités doit être rajoutée dans la rubrique « informations pratiques » du DICI.

1.2.2. Information des porteurs en cas de modification du règlement ou des statuts d'un organisme de placement collectif existant pour y inclure la possibilité de plafonner des rachats

Dans les conditions des instructions DOC-2011-20 et DOC-2011-23, l'introduction ou la modification concernant des *gates* dans le règlement et les statuts d'un organisme de placement collectif existant doit être **agréée par l'AMF puis faire l'objet d'une information particulière des porteurs leur proposant de sortir de l'organisme de placement collectif sans frais**.

1.2.3. Choix de la méthode retenue et seuil au-delà duquel les gates peuvent être déclenchées

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

S'agissant du seuil au-delà duquel les gates peuvent être déclenchées, il est nécessaire que son niveau ne soit pas de nature à remettre en cause le caractère ouvert des FIA concernés.

Pour un FPVG ou un FFA, le tableau figurant à l'article 1.1.3.1. mentionne à titre indicatif les niveaux de seuils de déclenchement compatibles avec cette exigence. 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.

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

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

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

Pour les FIA disposant de plusieurs catégories de parts, le seuil de déclenchement des *gates* doit être le même pour toutes les catégories de parts. Le calcul de déclenchement de la *gate* est réalisé dès la fin de la centralisation des ordres mais les rachats nets des souscriptions sont exprimés en montant (nombre de parts multiplié par la dernière valeur liquidative) puis comparés à l'actif net de la dernière valeur liquidative de l'ensemble du FIA et non pas comparés à la valeur liquidative de la catégorie de parts.

Dans la mesure où des valeurs liquidatives indicatives auraient été calculées, elles peuvent être retenues. D'une manière générale, la société doit procéder aux corrections qu'elle estime nécessaires pour la détermination de l'actif net de référence pour tenir compte des informations dont elle a eu connaissance depuis le dernier calcul de la valeur liquidative.

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

Les opérations d'aller-retour, pour un même nombre de parts, sur la base de la même valeur liquidative et pour un même porteur ou ayant droit économique, ne sont pas comprises dans le calcul des *gates*. Elles peuvent ne pas être soumises au fractionnement des rachats dès lors que le prospectus le prévoit. Cette disposition permet d'éviter qu'un investisseur réalisant une opération « d'aller-retour » ne voit son ordre de rachat fractionné alors qu'un ordre de souscription d'un montant équivalent neutralise l'impact de cet ordre de rachat sur le FIA.

1.2.4. Modalités de déclenchement des *gates*

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

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

1.2.5. Traitement des ordres

Les ordres dépassant le niveau arrêté pour la *gate* ne sont pas exécutés lorsque la société de gestion décide du déclenchement de la *gate*. Les règles de réduction des ordres doivent assurer un traitement égalitaire des porteurs sortants. Les sociétés de gestion doivent éventuellement adapter les caractéristiques de leurs parts afin de rendre possibles les exécutions partielles, au moyen d'une réduction de la valeur de la part ou en les décimalisant en cas de besoin.

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

Lorsque le dispositif repose sur le report des ordres non exécutés sur la valeur liquidative suivante, les ordres reportés ne sont pas prioritaires sur les nouveaux ordres de rachat passés pour exécution sur cette valeur

liquidative. Si le fractionnement des rachats est à nouveau activé sur cette valeur liquidative, ils sont donc fractionnés dans les mêmes conditions que les nouveaux ordres. Ce principe permet là encore d'éviter que des porteurs souhaitant sortir du FIA ne soient pénalisés par l'existence d'ordres de rachats passés antérieurement par d'autres porteurs. Elle réduit également le risque que les porteurs ne soient incités à anticiper leurs ordres de rachat pour « prendre date ».

Compte tenu de la nécessité de repasser ou reporter les ordres, les sociétés de gestion doivent retenir une périodicité d'établissement de la valeur liquidative ainsi que des préavis compatibles avec la possibilité de repasser les ordres, les porteurs ne pouvant être dispensés des préavis impératifs. Les sociétés de gestion doivent donc prévoir des modalités de fonctionnement permettant de connaître les ordres de rachat reportés ou repassés dans le respect des préavis impératif. Les porteurs ne doivent pas être pénalisés en ne pouvant reporter ou repasser leurs ordres sur la valeur liquidative suivante. Il est en effet nécessaire de pouvoir respecter ce calendrier afin d'être à même d'initier dans les délais nécessaires les opérations sur l'actif (les sous-jacents *Hedge Funds* détenus par exemple) du FIA.

1.2.6. Annulation des ordres

La société de gestion doit s'assurer qu'il n'existe pas de possibilité de modifier les ordres postérieurement à la date de centralisation, y compris par l'intermédiaire de demandes d'annulations, qui pourraient être assimilées à des opérations de *late trading*. Par ailleurs, la société ne doit pas donner d'informations relatives au niveau des ordres de souscription et de rachat reçus permettant à un porteur de bénéficier d'informations sur la probabilité que la *gate* soit activée ou non.