



Renforcement des exigences concernant les outils de gestion de la liquidité

Point sur la consultation publique (01/2022 – 03/2022)



Présentation des principaux outils

Une 'boîte à outil' à disposition des gestionnaires: les outils de gestion de la liquidité

Dispositifs réglementaires visant à limiter la liquidité des porteurs en cas de stress de liquidité :

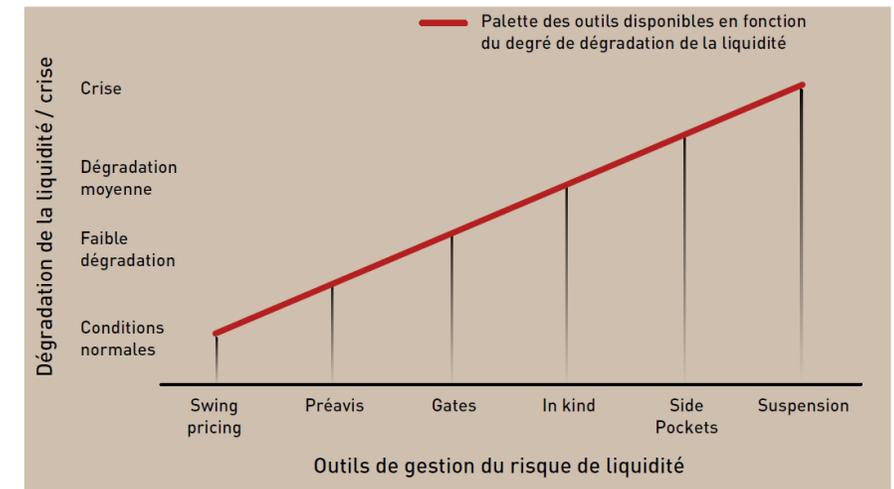
□ Outils 'Extraordinaires'

- Suspension des S/R
- Side Pocket- cantonnement des titres illiquides
- Rachats en titres (hors ETF pour lesquels cela peut relever d'un fonctionnement normal)
- 'Gates': report d'une partie des demandes de rachats sur les VL suivantes

□ Outils 'Ordinaires'

- Préavis de rachats
- Anti- Dilution levy (Droits ajustables), Swing Pricing

Outils de gestion du risque de liquidité



Une 'boîte à outil' à disposition des gestionnaires: les outils de gestion de la liquidité

Dispositifs réglementaires visant à limiter la liquidité des porteurs en cas de stress de liquidité :

- ❑ 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 consultation a donc visé les gates, le swing pricing et les droits ajustables. 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.

Fonctionnement des gates

- Les gates consistent en un report d'une partie des demandes de rachats sur les VL suivantes, définies à l'article 411-20-1 du règlement général de l'AMF
*« En application du dernier alinéa de l'article L. 214-7-4 et du dernier alinéa de l'article L. 214-8-7 du code monétaire et financier, l'OPCVM peut prévoir que le rachat de parts ou actions est **plafonné à titre provisoire** quand des circonstances exceptionnelles l'exigent et si l'intérêt des porteurs ou du public le commande. Il en est ainsi notamment lorsque, indépendamment de la mise en œuvre courante de la stratégie de gestion, **les demandes de rachat sont telles** qu'au regard des conditions de liquidité de l'actif de la SICAV, du fonds, ou de l'un de ses compartiments, **elles ne pourraient être honorées dans des conditions préservant l'intérêt des porteurs** et assurant un traitement équitable de ceux-ci ou lorsque les demandes de rachat se présentent dans des circonstances portant atteinte à l'intégrité du marché ».*
- Un intérêt manifeste en cas de crise, et pourtant actuellement peu de fonds en disposent
 - la possibilité d'y recourir doit être prévue dans les prospectus
 - les dépositaires et centralisateurs ont effectué des développements permettant d'automatiser une partie des traitements et donc de traiter un nombre plus important de gates sur une même date de VL

Les gates : un outil d'étalement des demandes de rachats

Intérêts des gates

- 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.
- Elles 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.

Le swing pricing: un outil d'égalité des porteurs et de prévention des runs

Fonctionnement du swing pricing

- Un mécanisme par lequel la Valeur Liquidative d'un fonds est ajustée à la hausse (respectivement à la baisse) si la variation de passif est positive (respectivement négative) de manière à réduire, pour les porteurs présents dans le fonds, le coût de réaménagement de portefeuille lié aux mouvements de passif
- Un mécanisme qui doit être prévu dans le prospectus du fonds et faire l'objet d'une gouvernance au sein de la SGP
 - pour la détermination des seuils d'applications (qui ont vocation à rester confidentiels) et
 - des facteurs de *swing* (susceptibles d'évoluer en cas par exemple de situation de stress de liquidité et donc d'écartement des spreads sur la classe d'actif concernée).
- Des opérations de modification du prospectus ne nécessitant pas un agrément de l'AMF mais devant faire l'objet d'une information des porteurs par tout moyen
- Mécanisme considéré comme une modalité de valorisation
 - La doctrine de l'AMF précise depuis 2014 les conditions de recours aux mécanismes de Swing pricing et de Droits ajustables pour les OPCVM, les FIVG, les FFA, les FPVG, les fonds d'épargne salariale, les fonds de capital investissement et les OPCI , dont les prospectus doivent comporter les principes généraux.
 - Une charte de bonne conduite établie par l'AFG et remise à jour en 2016 et 2020.

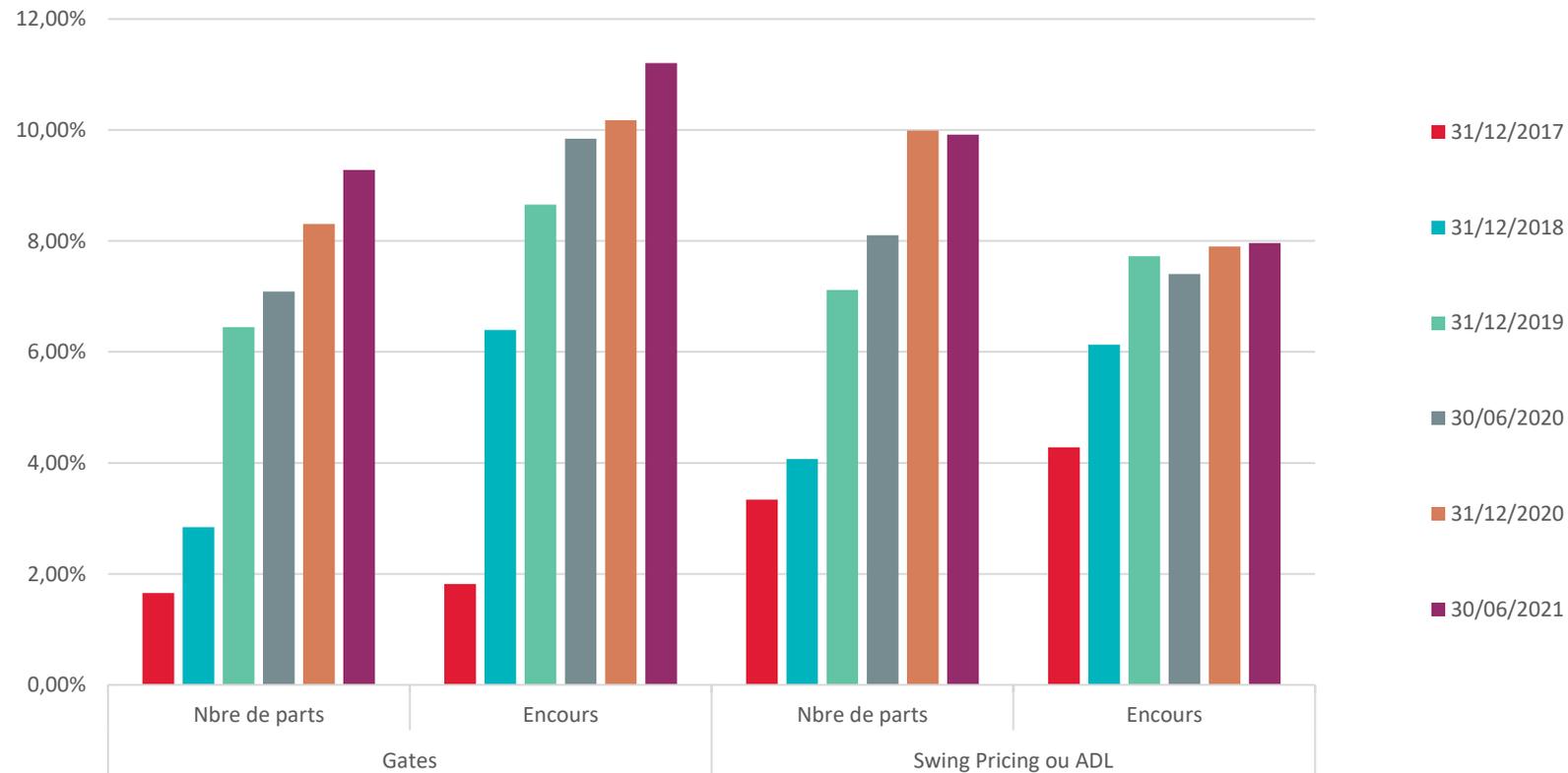
Le swing pricing: un outil d'égalité des porteurs et de prévention des runs

Intérêt du swing pricing

- 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.
- Sans swing pricing, il existe 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.
- 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.

Des outils encore trop peu diffusés

Evolution de l'adoption des *Gates* et du *Swing Pricing*





Projets de renforcement des exigences concernant ces outils

Projets de renforcement des exigences concernant les outils de gestion de la liquidité

- L'AMF a soumis le 7 février à consultation publique plusieurs mesures visant spécifiquement ces outils optionnels existants (gates, swing pricing, droits ajustables).
- L'objectif est de créer des conditions favorables à une adoption plus importante de ces outils au cours de l'année 2023 tout en garantissant une bonne information des porteurs.
- Concernant les ***gates***, ces propositions poursuivent plusieurs objectifs :
 - rééquilibrer le niveau d'information requis pour les fonds qui ne disposent pas de *gates* et ceux qui en disposent
 - faciliter l'adoption des *gates* en permettant temporairement aux SGP de doter leur fonds de *gates* en fournissant simplement une information par tout moyen, qui pourrait être fournie dans le cadre d'une communication couvrant plusieurs fonds;
 - responsabiliser les gérants sur le respect de leurs obligations professionnelles en matière de gestion du risque de liquidité des fonds en exigeant a minima une reconnaissance formalisée des risques encourus par les fonds n'ayant pas de *gates* en cas de circonstances exceptionnelles de marché.

Projets de renforcement des exigences concernant les outils de gestion de la liquidité

□ Rééquilibrage de l'information

- la documentation réglementaire 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.
- La présentation de la présence des gates pourrait être plus proportionnée : 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 ;

□ Organisation de la période transitoire où l'intégration de *gates* sera facilitée

- Une période d'information préalable de l'AMF sur les introductions prévues de *gates* (3 mois envisagés) ;
- Une période de mise en œuvre des changements annoncés (9 mois envisagés suivant la première période de 3 mois) ;

□ 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.

Projets de renforcement des exigences concernant les outils de gestion de la liquidité

- Concernant le **swing pricing**, deux modalités de renforcement sont soumises à consultation:
 - Application de certaines mesures de rééquilibrage de l'information et de responsabilisation des SGP envisagées pour les *gates*:
 - Prévoir un dans la documentation réglementaire des fonds mettant en garde les investisseurs sur l'absence de swing pricing ou de droits ajustables;
 - Exiger une déclaration à l'AMF de la Direction de la SGP sur les raisons et conséquences de leur décision de ne pas introduire de swing pricing ou de droits ajustables
 - Prévoir une plus forte responsabilisation des SGP sur l'inclusion de ces outils :
 - 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 ;
 - la SGP devrait s'assurer de manière régulière de la validité de son analyse initiale sur l'absence de nécessité d'introduire ces outils. Les Stress tests de liquidité fournissent les éléments nécessaires à cette analyse.
- Le projet prévoit également d'aligner les exigences d'information requise lors de l'introduction des droits ajustable sur celles du *Swing pricing*.