

# CHRONIQUE

## GESTION DE PORTEFEUILLE



**FABRICE BUSSIÈRE**

Direction  
juridique  
Amundi



**ISABELLE RIASSETTO**

Professeur  
  l'Université  
du Luxembourg



**MICHEL STORCK**

Professeur  
 m rite  
de l'Université  
de Strasbourg

### Coronavirus et gestion de la liquidité

**En période de Coronavirus, le cadre applicable aux outils de gestion du risque de liquidité des OPCVM et FIA est actualisé par l'AMF.**

AMF, Continuité des activités de gestion en période de Coronavirus – L'AMF accompagne les acteurs, FAQ, 14 mai 2020.

Commentaire d'Isabelle Riassetto et Michel Storck

La gestion de la liquidité des fonds d'investissement (OPCVM et FIA) est essentielle à la protection des investisseurs ou porteurs<sup>1</sup>. Le rachat de leurs parts ou actions doit pouvoir être assuré dans des conditions permettant de protéger leur intérêt tout en préservant leur traitement équitable, mais également d'assurer la stabilité financière et de garantir l'intégrité des marchés. Le risque de liquidité s'entend du risque qu'une position ne puisse être cédée, liquid e ou clôturée pour un coût limité et dans un délai suffisamment court, compromettant ainsi la capacité de l'OPCVM ou du FIA à se conformer à tout moment à l'exigence d'émission et de rachat à la demande des porteurs<sup>2</sup>.

Le droit de l'Union européenne<sup>3</sup> des fonds d'investissement impose aux sociétés de gestion d'OPCVM et gestionnaires de FIA de mettre en place un système de gestion de la liquidité approprié. Ces règles ont été introduites dans l'ordre interne pour les sociétés de gestion de portefeuille (SGP) gérant des OPC ouverts<sup>4</sup>. Ainsi, pour les OPCVM, les articles 12, 38 et 40 de la directive 2010/43/UE sont transposés à l'article 321-78<sup>5</sup> du règlement général de l'AMF ; pour les FIA, l'article 16 de la directive 2011/61/UE, dite « directive AIFM », est fidèlement transposé aux articles 318-44 à 318-45 du règlement général de l'AMF<sup>6</sup> ; le règlement délégué (UE) n  231/2013, dit « règlement AIFM », détaille, en ses articles 46 à 49, les systèmes et procédures de gestion de la liquidité. En application du III de l'article 321-81 du règlement général de l'AMF pour les OPCVM et de l'article 46 du règlement délégué AIFM pour les FIA, les SGP sont tenues de mettre en place des procédures de gestion du risque de liquidité.

Le législateur et le régulateur ont progressivement élargi l'éventail des outils de gestion de la liquidité. Bien leur en a pris... puisque le droit français peut s'enorgueillir d'avoir aujourd'hui une panoplie complète. Tel est le cas des mécanismes d'ajustement de la valeur liquidative (*swing pricing*), de droits d'entrée et de sortie ajustables (*anti-dilution levies*), des préavis (*prior notice*) de souscription et/ou de rachats, du plafonnement des rachats (*gates*), du rachat/remboursement en nature (*in kind*), des charges sur rachats (*redemptions fees*), ainsi que de la suspension

1. La notion de « porteur » fait référence aux porteurs de parts de fonds communs de placement (FCP) et aux actionnaires de sociétés d'investissement (V. R gl. gén. AMF, art. 422-2, 2 ).

2. V. l'article 3, paragraphe 8, de la directive 2010/43/UE de la Commission du 1 r juillet 2010 portant mesures d'exécution de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles, les conflits d'intérêts, la conduite des affaires, la gestion des risques et le contenu de l'accord entre le dépositaire et la société de gestion, repris par l'article 321-76 du règlement général de l'AMF – ancien art. 313-53-3. Par analogie, la définition est étendue aux FIA. V. AMF, « L'AMF clarifie le cadre applicable aux outils de gestion du risque de liquidité des fonds d'investissement », Communiqué, 8 mars 2016.

3. La gestion du risque de liquidité est une problématique qui également intéresse les régulateurs à l'échelle internationale. V. : Riassetto I., « Gestion du risque de liquidité – Recommandations IOSCO-OICV », *Banque et Droit*, n  178, mars-avril 2018, p. 53.

4. Les règles n'ont pas de sens pour les fonds fermés, puisque la liquidité est définie par référence au rachat des parts ou actions.

5. Ancien art. 313-53-5.

6. Dir. 2011/61/UE, art. 16 ; V. Riassetto I., « Garantir le remboursement des investisseurs par la gestion de la liquidité », *RISF* 2014/1, p. 25 ; « Gestion de la liquidité », *RD bancaire et financier*, nov.-déc. 2017, comm. 169.

des rachats et/ou des émissions de parts ou d'actions de façon partielle ou totale (*soft close* ou *hard close*). Un autre mécanisme de gestion de liquidité intervient sur la structuration du FIA moyennant la scission de l'OPC et le cantonnement des actifs (*side pocket*). L'utilisation de ces outils et mesures dépend du degré de dégradation de la liquidité que subit l'OPC, mais ils n'ont pas vocation à être déclenchés en chaîne<sup>7</sup>.

Si certains de ces outils ont vu le jour et ont été mis en œuvre dans le cadre de la crise financière de 2008<sup>8</sup>, le contexte actuel de crise sanitaire et de forte volatilité des marchés met à nouveau ces mécanismes sous les feux des projecteurs, non seulement parce qu'elle est l'occasion de les mettre en œuvre, mais aussi parce que la continuité d'exploitation a été ralentie par la situation de confinement, et la nécessité d'avoir recours à des moyens alternatifs notamment électroniques. Aussi, ne faut-il pas s'étonner que l'AMF vienne rappeler aux SGP de manière pragmatique, sous forme de FAQ actualisée, qu'elles disposent d'outils et qu'en fonction du degré de dégradation de la liquidité des OPC sous gestion, il peut être dans l'intérêt des porteurs d'activer l'un de ces mécanismes, voire plusieurs successivement.

L'AMF rappelle le cadre applicable (procédures et techniques appropriées) à certains outils de gestion du risque de liquidité des OPCVM et FIA<sup>9</sup>, ne pouvant être mis en œuvre que « quand des circonstances exceptionnelles l'exigent et si l'intérêt des actionnaires ou porteurs de parts ou du public le commande » (I.). Mais elle introduit une certaine flexibilité dans l'application des mesures qui n'exigent pas cette condition (II.) pendant 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.

## I. EN PRÉSENCE DE CIRCONSTANCES EXCEPTIONNELLES

### 1. Contexte

Au nombre des mécanismes de gestion de la liquidité disponibles, certains ne sont applicables qu'en cas de crise avérée d'une certaine gravité. Ils ont en commun de ne pouvoir être mis en œuvre qu'en cas de circonstances exceptionnelles et si l'intérêt des actionnaires ou porteurs de parts ou du public le commande.

La notion de circonstances exceptionnelles n'est pas définie par l'AMF. Décrite dans les documents constitutifs et le prospectus, elle est soumise à l'appréciation de

l'AMF, et le cas échéant, de sa Commission des sanctions ou des juges. Elle renvoie à une situation d'urgence ne recouvrant pas nécessairement le cas de force majeure du droit commun de la responsabilité civile<sup>10</sup>. La SGP doit indiquer ces circonstances dont elle se prévaut à l'autorité de surveillance.

La référence à l'intérêt des porteurs de parts s'explique par le fait qu'en cas de circonstances exceptionnelles, il peut être difficile de vendre rapidement des actifs de l'OPC au meilleur prix, sans porter atteinte à l'intérêt de l'OPC et des porteurs<sup>11</sup>, a fortiori lorsque la SGP est confrontée à des demandes massives de rachats des parts émanant des investisseurs. L'AMF n'a pas précisé davantage, mais il est clair qu'une « simple difficulté de valorisation ou de cessions de certains actifs ne conduit pas à considérer que leur cession ne serait pas conforme à l'intérêt des porteurs et des actionnaires »<sup>12</sup>.

Afin d'éviter de devoir réaliser des ventes forcées dans de mauvaises conditions de prix, le législateur français a autorisé trois mécanismes de gestion de la liquidité. Ces mécanismes permettent de préserver l'équité de traitement des porteurs dans des situations très difficiles de marché, notamment, lorsque la réalisation des actifs est impossible.

Dans le cadre de la crise actuelle, l'AMF rappelle l'existence de ces mécanismes et les modalités à mettre en œuvre, mais elle ne les allège pas.

## 2. Mécanismes

**Plafonnement des rachats (*gates*).** Le mécanisme du plafonnement des rachats (*gates*)<sup>13</sup> permet au fonds d'honorer progressivement les demandes de rachats, en les étalant temporairement sur plusieurs valeurs liquidatives dès lors qu'elles excèdent un certain niveau préalablement déterminé<sup>14</sup>. Ce mécanisme, qui s'applique aux OPCVM ainsi qu'aux FIA<sup>15</sup>, permet de ne bloquer que temporairement et partiellement les rachats, plutôt que totalement, comme dans un OPC ne disposant pas d'un tel dispositif.

La possibilité de recourir aux *gates*, et notamment le seuil de déclenchement, la durée maximale de l'échelonnement, les modalités de gestion des reliquats des ordres (report ou annulation, au choix du porteur ou non), doit avoir été prévue dans les documents constitutifs des OPC après agrément de l'AMF (pour les OPC agréés) et possibilité de sortie sans frais pour les porteurs pendant au moins 30 jours.

L'AMF rappelle que les modalités de mise en œuvre de ces *gates* ont été précisées par l'Instruction AMF DOC-2017-05 et par la Position-recommandation AMF DOC-2011-25.

7. Ainsi, selon l'AFG le *swing pricing*, les préavis et les *gates* correspondent à des situations de dégradation faible, les remboursements en nature puis le cantonnement à des situations de dégradation moyenne, alors que les suspensions de rachat sont des outils à mettre en œuvre en situation de crise. Ces mesures doivent être mises en œuvre conformément à la procédure de gestion des risques adaptée. V. AFG, Les outils de gestion du risque de liquidité dans les fonds ouverts, mars 2020.

8. Par ex, le cantonnement des actifs, dans le contexte de la crise financière de 2008, par l'arrêté du 19 septembre 2008, puis par l'ordonnance n° 2008-1081 du 23 octobre 2008 et son décret d'application n° 2008-1312 du 12 décembre 2018.

9. La liste n'est pas exhaustive. V. aussi AFG, Les outils de gestion du risque de liquidité dans les fonds ouverts, mars 2020.

10. V. CA Paris, 18 mai 2011, n° 08/02503, RB bancaire et fin. 2011, n° 4, comm. 150, p. 50, obs. I. Riassetto.

11. Le type d'actifs détenus, leur échéance ou la situation du marché peut ne pas permettre leur vente immédiate ou à des conditions non désavantageuses.

12. AMF, Questions réponses relatives aux scissions d'OPCVM décidées en application du deuxième alinéa de l'article L. 214-19 ou du deuxième alinéa de l'article L. 214-30 du Code monétaire et financier, 22 déc. 2008

13. I. Riassetto, « Loi Sapin 2 – Mécanisme de plafonnement temporaire des rachats (*gates*) dans les fonds d'investissement ouverts », RD bancaire et financier, janv.-févr. 2017, comm. 38.

14. Dans les documents constitutifs du fonds.

15. FIVG, FFA, FPVG, un fonds de capital investissement, un fonds professionnel de capital investissement, un OPCI, un OPCI professionnel ou un fonds d'épargne salariale.

**Cantonement (*Side pockets*).** Depuis 2008, les SGP peuvent isoler ces actifs non liquides d'un OPC en utilisant une technique de cantonnement des actifs (*side pocket*)<sup>16</sup>. La technique consiste à scinder l'OPC initial en deux véhicules : d'une part, un OPC destiné à isoler les actifs dont la cession ne serait pas conforme à l'intérêt des investisseurs dans un fonds à gestion de type extinctive et, d'autre part, un OPC destiné à recevoir les autres actifs. Le fonds à gestion de type extinctive (*side pocket*) a vocation à être liquidé. Cette disposition permet à la SGP de continuer à gérer et à établir une valeur liquidative sur les actifs « sains » et ainsi continuer à honorer les demandes de souscription/rachat sur ces actifs.

Les conditions de mise en œuvre du cantonnement des actifs applicable aux OPCVM et FIA ont été modifiées par la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises, dite loi PACTE<sup>17</sup>, complétées par le décret n° 2020-286 du 21 mars 2020<sup>18</sup>, ainsi que par le règlement général de l'AMF, tel que modifié par l'arrêté du 10 avril 2020 et la doctrine de l'AMF publiée le 7 mai 2020. Concrètement, cette loi a inversé le schéma de la scission. Ce sont désormais les actifs dont la cession serait conforme à l'intérêt des investisseurs qui sont transférés dans un nouvel OPC issu de la scission, tandis que les actifs dont la cession ne serait pas conforme à l'intérêt des investisseurs demeurent dans l'ancien OPC. Ce dernier est mis en liquidation après que le transfert des actifs a été effectué.

Eu égard à la nouveauté de la réforme, l'AMF demande aux SGP qui envisagent de recourir à ce dispositif de se rapprocher auprès de leur chargé de portefeuille.

**Suspension à titre provisoire des rachats.** Lorsque la crise de liquidité est grave, la SGP peut décider la suspension totale à titre provisoire des rachats de parts ou actions des OPCVM<sup>19</sup> ou des FIA<sup>20</sup>.

L'AMF rappelle que la SGP qui décide de mettre en place ce mécanisme doit lui faire connaître sans délai les raisons et les modalités de la suspension des rachats au plus tard au moment de sa mise en œuvre, ainsi qu'aux autorités de tous les États membres de l'Union européenne et de tous les États parties à l'accord sur l'Espace économique européen où sont commercialisées les parts ou actions du fonds concerné, comme l'imposent les articles 411-20 (OPCVM) et 422-21 (FIVG) du règlement général de l'AMF.

## II. EN L'ABSENCE DE CIRCONSTANCES EXCEPTIONNELLES

### 1. Contexte

Au nombre des mécanismes de gestion de la liquidité, figurent des techniques qui peuvent être utilisées dans des conditions de faible dégradation de la liquidité, dès que surviennent des difficultés. Ces mécanismes plus souples font l'objet d'une adaptation temporaire de leurs modalités par l'AMF, en raison des circonstances de la crise actuelle.

### 2. Mécanismes

**Valeur liquidative ajustée et droits d'entrée et de sortie ajustables acquis aux fonds.** Les mécanismes de valeur liquidative ajustée (*swing pricing*) et de droits d'entrée et de sortie ajustables acquis aux fonds (*anti-dilution levies*) sont des outils de gestion de la liquidité qui visent à protéger les investisseurs présents dans l'OPC des effets négatifs liés aux mouvements de passif engendrés par les investisseurs entrants ou sortants, en réduisant le coût de réaménagement du portefeuille lié à des souscriptions / rachats et d'assurer le traitement équitable des porteurs.

La technique du *swing pricing* permet de « conserver une unique valeur liquidative à chaque date de calcul et de compenser les coûts de réaménagement du portefeuille et leurs impacts sur la performance à long terme du fonds » comme le précise l'AMF. Le mécanisme de droits ajustables permet, quant à lui, de « facturer au porteur sortant ou entrant les frais de vente ou d'achat supportés lors du réaménagement du portefeuille, sans ajuster la valeur liquidative de l'OPC »<sup>21</sup>. La SGP peut opter pour la mise en place totale ou partielle de ces techniques, et, dans ce dernier cas, en posant un seuil de déclenchement.

Depuis 2014, la doctrine de l'AMF fixe 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 OPC, dont les prospectus doivent comporter les principes généraux dans le cadre des instructions qui leur sont applicables<sup>22</sup>. L'AFG a également publié une Charte de bonne conduite pour le *swing pricing* et les droits d'entrée et de sortie ajustables acquis aux fonds<sup>23</sup>.

Dans le contexte actuel, compte tenu de la faible liquidité de certains sous-jacents et des coûts parfois élevés des réajustements des portefeuilles, l'AMF indique qu'elle est favorable à l'utilisation de ces mécanismes. Elle précise que les SGP ayant recours à ces mécanismes doivent formaliser une politique de *swing pricing* et de

16. V. M. Storck et G. Pasquier « OPCVM et liquidité: le point sur l'ordonnance du 23 octobre 2008 », BJB nov. 2008, p. 444; RTD com. 2009, p. 169, M. Storck; Banque et droit 2008, n° 122, p. 38; Bussière F., Banque et droit 2009, n° 123, p. 38, F. Bussière.

17. C. mon. fin., art. L. 214-7-4, L. 214-8-7, L. 214-24-33 et L. 214-24-4.1

18. C. mon. fin., art. D. 214-5, D. 214-8, D. 214-32-12 et D. 214-32-15 V. I. Riassetto, « Fonds de gestion de type extinctive », Banque et droit n° 190, mars avr. 2020 p. 52.

19. C. mon. fin., art. L. 214-7-4 et L. 218-8-7.

20. C. mon. fin., art. L. 214-24-33, al. 1 et L. 214-24-41, al. 2. FIVG, FFA, fonds de capital investissement, fonds d'épargne salariale, OPC, OPC professionnels, fonds professionnels spécialisés, fonds professionnels de capital investissement.

21. L'ajustement se fait à la baisse ou à la hausse en fonction du solde net des mouvements de souscription et de rachat, de manière à ce que les coûts soient supportés par les investisseurs à l'origine des mouvements ayant déclenché ces coûts de transaction.

22. Instructions AMF DOC- 2011-19 (OPCVM), DOC-2011-20 (FIVG, FFA, FPVG), DOC-2011-21 (FES), DOC-2011-22 pour les fonds de capital investissement et DOC-2011-23 (OPCI).

23. V. AFG, Charte de bonne conduite pour le *swing pricing* et les droits d'entrée et de sortie ajustables acquis aux fonds, 2014, mise à jour 2016.

droits ajustables, qui décrit notamment la méthodologie de calcul du coût total de réaménagement du portefeuille et ses paramètres<sup>24</sup>, telle qu'explicitée dans la Charte de bonne conduite élaborée par l'AFG.

Pour les fonds qui n'auraient pas encore prévu ces mécanismes dans leurs prospectus, comme pour ceux dont une modification du dispositif décrit dans le prospectus est nécessaire, l'AMF rappelle que ces opérations de modification du prospectus relèvent de la catégorie de « changements » ne nécessitant pas un agrément de sa part. Les modifications portant sur le mécanisme de *swing pricing* doivent seulement faire l'objet d'une information des porteurs par tout moyen, alors que pour l'introduction du mécanisme de droits ajustables, qui implique une augmentation des frais de rachat, une information particulière devrait être adressée aux porteurs, assortie d'une possibilité de sortie sans frais pour les porteurs. Toutefois, en raison 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<sup>25</sup>. Il appartiendra alors à la SGP de déterminer les modalités les plus appropriées pour signifier ce changement aux porteurs.

**Préavis de rachat.** Pour les fonds à valeur liquidative (VL) quotidienne, les articles 411-20-2 (OPCVM) et 422-21-2 du règlement général de l'AMF (FIVG, applicable par renvoi aux fonds de fonds alternatifs, fonds professionnels à vocation générale et fonds d'épargne salariale) prévoient la possibilité de mettre en place un délai de préavis à la souscription ou de rachat. Ce délai permet d'éviter à la SGP d'avoir à se défaire des actifs dans la précipitation pour satisfaire à une demande de rachat.

24. L'AMF rappelle que cette politique n'est pas rendue publique mais qu'elle doit être mise à jour et soumise à son contrôle.

25. À ce jour, le 10 août 2020.

Compris entre la date de centralisation d'un ordre de rachat et la date de règlement ou de livraison, ce délai ne peut excéder dix jours ouvrés, dont cinq jours ouvrés maximum de préavis entre la date de centralisation et celle de l'exécution de l'ordre et cinq jours ouvrés maximum entre la date de l'exécution de l'ordre et celle de la livraison ou du règlement.

Les instructions AMF DOC-2011-19, DOC-2011-20 et DOC-2011-21 exigent que l'introduction d'un délai de préavis de rachat ou l'augmentation d'un délai de préavis de rachat existant fasse l'objet d'une information particulière des porteurs assortie d'un droit de sortie sans frais.

Dans le contexte de la crise sanitaire actuelle, l'AMF permet, de façon temporaire, aux SGP d'OPC à VL quotidienne de déroger aux obligations d'information particulière des porteurs assortie d'une possibilité de sortie sans frais en cas d'allongement du délai de préavis de rachat jusqu'à deux jours ouvrés maximum, dès lors que cela n'entraîne pas un dépassement des durées maximales de cinq jours ouvrés entre la date de centralisation et celle de l'exécution de l'ordre et cinq jours ouvrés maximum entre la date de l'exécution de l'ordre et celle du règlement, prévue par le règlement général de l'AMF. Cet assouplissement prendra fin à la fin du mois suivant la période d'état d'urgence sanitaire<sup>26</sup>. Il appartiendra alors à la SGP de déterminer les modalités les plus appropriées pour signifier ce changement aux porteurs et tout allongement du délai de préavis devra pouvoir être justifié, y compris au regard de la classe d'actifs concernée. ■

SOCIÉTÉ DE GESTION DE PORTEFEUILLE – OPCVM – FIA – GESTION DE LA LIQUIDITÉ  
– CORONAVIRUS.

26. Ibid.