

# Code AFG de bonnes pratiques concernant la gestion du risque de liquidité dans les organismes de placement collectif (OPC)

Janvier 2016



**L'Association Française de la Gestion financière** (AFG) représente et défend les intérêts des professionnels de la gestion de portefeuille pour compte de tiers. Créée en 1961, elle réunit tous les acteurs du métier de la gestion d'actifs, qu'elle soit individualisée sous mandat ou collective via les Organismes de placement collectif (OPC). Ses membres sont les sociétés de gestion de portefeuille, entrepreneuriales ou filiales de groupes bancaires ou d'assurance, français et étrangers. Depuis 2009, l'AFG accueille des "membres correspondants" (plus de 60 à fin 2015) représentatifs de l'écosystème de la gestion : avocats, cabinets de conseil, SSII, fournisseurs de données, succursales.

La gestion d'actifs française représente, à fin 2015, près de 3 600 Md€, dont 1 700 Md€ sous forme de fonds de droit français et 1 900 Md€ en gestion sous mandat et fonds de droit étranger. Source de plus de 83 000 emplois dont 26 000 propres aux sociétés de gestion, elle joue un rôle essentiel dans le financement de l'économie.

L'AFG a pour mission d'informer, d'assister et de former ses adhérents. Elle leur apporte un concours permanent dans les domaines juridique, fiscal, économique, comptable et technique. Elle anime la réflexion de la profession sur l'évolution des techniques de gestion, la protection et l'orientation de l'épargne, la recherche et la formation.

Interlocuteur des pouvoirs publics français, européens et internationaux, l'AFG contribue activement à l'évolution de la réglementation. Elle définit les règles de déontologie de la profession et joue un rôle moteur en matière de gouvernement d'entreprise.

L'Association contribue également à la promotion et au rayonnement de la gestion française (l'une des premières au monde) auprès de l'ensemble des acteurs concernés : investisseurs, émetteurs, politiques et médias en France et à l'international.

**Code AFG de bonnes pratiques  
concernant la gestion du risque  
de liquidité dans les organismes  
de placement collectif (OPC)**

**Janvier 2016**

# sommaire

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Préambule</b>  | <b>3</b>  |
| <b>1. Objectif du dispositif de gestion du risque de liquidité</b>  | <b>4</b>  |
| <b>2. Principes clefs du dispositif de gestion du risque de liquidité</b>   | <b>5</b>  |
| Principe 1. Adaptation du dispositif au profil du fonds   | 5         |
| Principe 2. Contexte global Actif-Passif  | 6         |
| Principe 3. Gestion des risques   | 6         |
| Principe 4. Encours cible   | 6         |
| Principe 5. Mesures à l'actif   | 6         |
| Principe 6. Hypothèses de mesure à l'actif  | 7         |
| Principe 7. Liquidité de l'actif global   | 7         |
| Principe 8. Connaissance du passif  | 7         |
| Principes 9. Mesures au passif  | 8         |
| Principe 10. Seuils d'alerte  | 8         |
| Principe 11. <i>Stress tests</i> de liquidité   | 8         |
| Principe 12. Revue du dispositif  | 9         |
| <b>Annexe 1. Exemples de mesure de risque de liquidité pour la gestion d'actifs</b>   | <b>11</b> |
| <b>Annexe 2. Exemples de mécanismes de protection des investisseurs<br/>concernant la gestion de la liquidité au passif</b> | <b>21</b> |
| <b>Remerciements</b>  | <b>29</b> |

# Préambule

Le sujet de la liquidité a représenté une préoccupation majeure des régulateurs mondiaux au cours des dernières années. La réglementation européenne, notamment la directive AIFM, place la gestion du risque de liquidité, en situation normale et dégradée, au cœur du dispositif de gestion des risques des sociétés de gestion.

L'objectif du présent Code est double :

- adopter dans un document unique un corpus de recommandations ayant vocation à s'appliquer à l'ensemble des sociétés membres de l'AFG (ces recommandations reflètent une approche commune de bonnes pratiques en ligne avec les exigences réglementaires) ;
- offrir un guide méthodologique pratique.

# 1. Objectif du dispositif de gestion du risque de liquidité

L'objectif fondamental est de s'assurer que la liquidité des actifs du fonds permet de faire face aux demandes de remboursement des porteurs et autres engagements financiers (incluant les garanties financières apportées en couverture d'une exposition), tout en préservant le principe d'égalité de traitement des porteurs.

- L'égalité de traitement des porteurs est le principe clef qui sous-tend tout dispositif de gestion de la liquidité.
- L'égalité de traitement des porteurs est susceptible d'être compromise suite à des rachats importants de parts :
  - en cas d'impact significatif du coût de liquidation sur la valeur liquidative (VL) du fonds ;
  - en cas de dégradation significative du profil de liquidité du fonds.
- La dégradation du profil de liquidité se matérialise par une hausse du coût de liquidation et/ou un rallongement de la période nécessaire à la liquidation du fonds.
- Il appartient au gestionnaire de prendre toutes les dispositions nécessaires pour reconstituer le profil de liquidité du fonds dans des délais raisonnables, en le ramenant à un niveau similaire à celui qui prévalait préalablement aux demandes importantes de remboursement des parts.

**Disposer d'un dispositif de valorisation robuste est un prérequis. Il existe en effet un lien très fort entre les dispositifs de valorisation et de liquidité ; la qualité du premier contribuant à la robustesse du second.**

- Un dispositif de valorisation de qualité suppose une gouvernance forte autour du choix des contributeurs, des prix non contribués et des prix forcés.
- En cas d'externalisation de la valorisation, la société de gestion reste responsable en toute situation.

## 2. Principes clefs du dispositif de gestion du risque de liquidité

À la différence des risques de marché, il n'existe pas de modèle standard ou consensus de place sur les modèles pertinents.

Autre difficulté : les données de marché peuvent ne pas être accessibles (en particulier sur les marchés taux). Il en va de même pour les données sur la structure du passif qui ne sont généralement pas suffisamment disponibles. En conséquence, les analyses pourront reposer sur des données "à dire d'experts".

---

### Principe 1. Adaptation du dispositif au profil du fonds

Le dispositif de gestion du risque de liquidité au sein de la société de gestion est calibré, dans son ampleur et sa fréquence, proportionnellement à la sensibilité des fonds au risque de liquidité.

L'évaluation de la sensibilité du fonds au risque de liquidité est une phase clef devant conduire le gestionnaire à adopter une approche proportionnelle dans la mise en œuvre du dispositif de gestion du risque de liquidité. Le dispositif déployé est d'autant plus conséquent que le niveau de sensibilité du fonds au risque de liquidité est fort.

À ce titre, les limites internes peuvent faire partie intégrante du suivi du risque de liquidité et peuvent être suffisantes dans ce cadre. Par exemple, les limites de capitalisation boursière d'un fonds "grandes capitalisations" actions peuvent constituer un dispositif suffisant de gestion de la liquidité.

- L'évaluation de la sensibilité du fonds se fait en amont, dans la phase de création du fonds, puis en cours de vie à fréquences régulières sur la base d'une approche quantitative et/ou qualitative.
- La sensibilité du fonds au risque de liquidité est fonction de plusieurs facteurs, incluant :
  - la stratégie du fonds et l'univers d'investissement ;
  - le niveau d'encours du fonds ou d'encours cible lorsque cela est plus pertinent (fonds en phase de création) ;
  - la structure du passif (investisseurs de détail, investisseurs institutionnels, assurance...) et son niveau de concentration ;
  - les obligations concernant les porteurs découlant des documents réglementaires en matière de remboursement des parts, incluant les dispositions spécifiques (préavis et fréquence de remboursement...) et les possibles restrictions de rachat ;
  - le statut légal du véhicule et le cas échéant les exigences réglementaires auxquelles il est soumis ;
  - le cadre de limites internes de risque applicables au fonds.
- Toute modification substantielle de ces facteurs doit conduire le gestionnaire à réévaluer la sensibilité du fonds au risque de liquidité.

## Principe 2. Contexte global Actif-Passif

Le dispositif de gestion du risque de liquidité s'appréhende dans un contexte global.

Le dispositif intègre à la fois :

- la mesure du niveau de liquidité à l'actif du fonds ;
- la structure et le niveau de concentration au passif du fonds ;
- tout mécanisme de protection des porteurs au passif du fonds (*swing pricing, gates, fréquence de rachat, période de préavis...*)<sup>1</sup>

## Principe 3. Gestion des risques

Les procédures de gestion de la liquidité sont une composante essentielle de la politique de gestion des risques de la société de gestion.

Les procédures précisent :

- la gouvernance, notamment les conditions d'escalade vers les organes de direction en cas de dépassement des seuils d'alerte, des limites internes de risque ou de tout problème de liquidité ;
- le cas échéant, les conditions de mise en œuvre de restrictions de rachat, de dispositions spécifiques et de méthodes anti-dilutives comme le *swing pricing* (comprenant la définition des seuils). Ces méthodes anti-dilutives permettent de répartir équitablement le coût de réaménagement du portefeuille dans les situations extrêmes. Celles-ci conduisent le gestionnaire à envisager l'activation d'un mécanisme de limitation des rachats approprié et autorisé pour le produit par la réglementation comme : la suspension des rachats, les *gates*, les *side pockets*, les rachats en titres, ou même la fermeture du fonds.

## Principe 4. Encours cible

Lorsque nécessaire, il appartient au gestionnaire de définir, au moment de la création du fonds, un niveau d'encours cible adapté à son univers d'investissement.

- Ce niveau d'encours représente une limite au-delà de laquelle le principe de l'égalité de traitement des porteurs pourrait être altéré compte tenu de la liquidité estimée de l'univers d'investissement.
- Ce niveau cible est susceptible d'être réévalué en cours de vie du fonds en cas d'évolution significative de la liquidité de l'univers d'investissement.

## Principe 5. Mesures à l'actif

Le gestionnaire définit l'approche méthodologique qui lui paraît la plus appropriée pour mesurer, à fréquence régulière, le niveau de liquidité à l'actif du fonds.

Différentes approches sont proposées en annexe I du présent Code (page 9).

- Les mesures à l'actif reposent généralement sur des approches diverses comme le coût de liquidation, le temps de liquidation ou une combinaison des deux.

<sup>1</sup> Des exemples de mécanismes de protection des porteurs au passif du fonds sont donnés en annexe 2 du présent Code (page 19).

- Une approche consiste à déterminer le temps nécessaire à la liquidation du portefeuille sous l'hypothèse d'absence de coût additionnel de liquidation. Le coût de liquidation d'un instrument ou actif représente la différence entre son prix de liquidation et son prix de valorisation (*Bid/Mid/Ask*).
- Une autre approche pourrait consister à déterminer le coût additionnel de liquidation en fonction d'une surface d'écoulement. Dans cette hypothèse, le coût additionnel est d'autant plus important que le temps de liquidation est faible.

## Principe 6. Hypothèses de mesure à l'actif

Le gestionnaire documente les hypothèses sous-jacentes à la mesure de la liquidité à l'actif du fonds.

- Les hypothèses sont revues à une fréquence *a minima* annuelle.
- Elles peuvent en particulier concerner :
  - le volume moyen sur le marché de l'instrument qui représente une fraction de la liquidité globale sur le marché de l'actif concerné :
    - Pour les souches obligataires ou les dérivés de gré à gré (OTC) notamment, cette information n'est pas forcément disponible.
    - Dans le cas où les informations ne sont pas disponibles, les hypothèses pourront reposer sur des données "à dire d'experts" et ces données devront faire l'objet d'une analyse critique en interne.
  - le taux de participation à la liquidité globale du marché ;
  - les fourchettes achat/vente.

## Principe 7. Liquidité de l'actif global

Le niveau de liquidité à l'actif du fonds s'appréhende au niveau global.

- Le principe est celui d'une évaluation des conséquences au niveau global du fonds et non pas d'une approche titre par titre.
- Un fonds peut détenir à son actif des titres ou instruments moins liquides, dès lors que cela ne compromet pas globalement sa capacité à se conformer à ses obligations réglementaires en matière de remboursement des parts et autres engagements financiers.

## Principe 8. Connaissance du passif

Le degré de connaissance du passif contribue au renforcement du dispositif de gestion du risque de liquidité.

- L'objectif recherché est d'avoir une connaissance de la typologie des porteurs (institutionnels, clientèle de détail, fonds de fonds...) et de leur dispersion. Dans de nombreuses situations, cette information n'est pas disponible (pour les fonds vendus sur des plateformes de distribution par exemple) ou insuffisante (les fonds en phase de collecte dans la période de création par exemple). Cela ne permet pas à la société de gestion de disposer d'éléments assez granulaires.

- Dans ce cas-ci, l'analyse d'autres éléments (les canaux de distributions, la cible commerciale par classe de parts...) peut être envisagée pour apprécier la nature des porteurs et avoir, *a minima*, une décomposition du portefeuille entre institutionnels et clientèle de détail.

## Principes 9. Mesures au passif

Le gestionnaire définit l'approche la plus appropriée pour mesurer le risque au passif du fonds.

- Le gestionnaire estime des scénarios de sortie à différentes échéances, dont une correspondant à la fréquence de souscription / rachat.
- Ces scénarios peuvent se baser :
  - sur des éléments historiques (historique de souscriptions / rachats du fonds),  
Lorsque l'information sur les données historiques n'est pas disponible ou qu'elle est insuffisante (fonds récent, fonds n'ayant pas connu de période de décollecte...), il est recommandé d'estimer le risque au passif en se référant à un fonds ou échantillon de fonds représentatifs.
  - ou sur des éléments hypothétiques (par exemple sortie du / des plus gros client(s), sortie d'une catégorie de porteurs...).

## Principe 10. Seuils d'alerte

Il appartient au gestionnaire de définir un système de seuils d'alerte (limites *soft*).

- Le gestionnaire applique des seuils d'alerte dont il détermine le niveau, sauf si le profil de risque du fonds ne le justifie pas.
- En cas de dépassement du seuil d'alerte, il appartient au gestionnaire, dans le respect de sa procédure interne, de déterminer la réponse appropriée en tenant compte notamment de l'intérêt des porteurs, des conditions de marché, et de l'impact potentiel sur le portefeuille.
- À titre indicatif, un seuil d'alerte peut s'exprimer sous la forme d'une proportion minimale du fonds liquidable dans un horizon temporel donné sans impact significatif sur la performance du fonds, ou il peut par exemple prendre la forme d'un coût de liquidation maximum.

## Principe 11. *Stress tests* de liquidité

- Les *stress tests* de liquidité sont mis en œuvre sur l'ensemble des fonds, sauf lorsque le gestionnaire ne le juge pas nécessaire eu égard à la taille, à la complexité et la nature du fonds, et sous réserve des exigences réglementaires. Les calibrages des niveaux de *stress tests* de liquidité sont laissés à l'appréciation de la société de gestion qui documentera ses choix et les hypothèses retenues.
- Les *stress tests* de liquidité visent principalement à mesurer la capacité du fonds à faire face à des exigences accrues de liquidité sans que cela n'altère le principe de l'égalité de traitement des porteurs.
- Les *stress tests* de liquidité sont effectués à fréquences prédéfinies.

- Il est recommandé de lancer deux types de simulations :
  - **simulation de demandes de rachats atypiques** survenant dans un contexte simulé d'assèchement de la liquidité des actifs du fonds. L'assèchement de la liquidité se matérialise généralement par une hausse du coût de liquidation et/ou un rallongement de la période de liquidation du fonds.
  - **simulation d'exigences accrues de liquidités**, incluant notamment les besoins supplémentaires d'appels de marge auxquels sont exposés les fonds significativement investis dans des instruments dérivés. Il s'agira dans ce cas d'effectuer des chocs sur les paramètres de marché contribuant à la valorisation des instruments dérivés détenus en portefeuille.

## **Principe 12. Revue du dispositif**

Le dispositif de gestion du risque de liquidité est revu à fréquences régulières.

Cette revue vise à s'assurer de l'efficacité du dispositif de gestion du risque de liquidité en termes de mesure et d'encadrement.



# ANNEXE 1

## Exemples de mesure de risque de liquidité pour la gestion d'actifs

### sommaire

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Annexe 1 / 1. Principales métriques de mesure du risque de liquidité</b> | <b>12</b> |
| 1.1. Construction d'un portefeuille de test                                 | 12        |
| 1.2. Hypothèses de travail  | 12        |
| 1.3. Approche <i>scoring</i>  | 13        |
| 1.4. Approche <i>bucketing</i> (AIFMD)                                      | 14        |
| 1.5. Approche par les volumes   | 14        |
| 1.6. Approche par les coûts   | 14        |
| 1.7. Approche par surfaces d'écoulement                                     | 15        |
| <b>Analyse des résultats</b>  | <b>17</b> |
| 1.8. Approche <i>scoring</i>  | 17        |
| 1.9. Approche <i>bucketing</i>  | 17        |
| 1.10. Approches volumes / coûts / surfaces d'écoulement                     | 18        |
| <b>Annexe 1 / 2. Composition du portefeuille-test</b>                       | <b>19</b> |

# 1. Principales métriques de mesure du risque de liquidité

## 1.1. Construction d'un portefeuille de test

Afin de pouvoir décrire chaque méthode de mesure de la liquidité, il a été jugé utile de travailler sur des exemples chiffrés appliqués à un portefeuille-test. L'objectif de ce portefeuille-test est de permettre d'illustrer le calibrage de chaque méthode sur plusieurs types d'actifs et de comparer les résultats entre les méthodes.

Le portefeuille-test a donc été construit afin d'intégrer une grande diversité de profils de liquidité :

- C'est un portefeuille diversifié intégrant des obligations, des actions et des contrats financiers. Parmi les obligations, on retrouve (par ordre d'illiquidité croissante) : des emprunts d'État, des obligations *investment grade* de maturité courte, des obligations *investment grade* de maturité longue, des obligations à haut rendement.
- Parmi les actions, sont représentées : des actions d'entreprises de très grosse capitalisation, de moyenne capitalisation et de petite (voire très petite) capitalisation.
- Des contrats dérivés simples ont été introduits dans le portefeuille : *futures* sur emprunts d'État, *futures* sur indices actions, options listées sur indices actions et CDS sur indice ou sur mono-émetteur.

Les résultats présentés dans ce document le sont pour un portefeuille dont la taille (mesurée en engagement) varie de 100 millions € à 1 milliard €. Ceci permet de vérifier la cohérence des méthodes présentées et de mettre en évidence leurs faiblesses et avantages comparatifs.

## 1.2. Hypothèses de travail

Les hypothèses ci-dessous sont données à titre d'exemple et n'ont pas vocation à constituer une norme.

| Hypothèses                      | Description  |
|---------------------------------|--|
| Volume Actions                  | Volume moyen quotidien sur 3 mois                              |
| Volume Obligations              | Égal à 1 % de la taille de la souche                           |
| Taux de participation au marché | 5 % du volume traitable sur la journée                         |
| Volume VaR Obligations          | Égal à 30 % du volume traitable sur la journée                 |
| Scoring (méthode WARF)          | Un facteur 10 est utilisé pour construire un score exponentiel |
| Coût de liquidation             | Égal à $(Ask-Bid)/Mid$   |

- Pour des raisons de simplification, nous avons décidé de considérer les fourchettes *Bid/Ask* symétriques. Ainsi, pour toute taille traitée, l'impact de marché et la durée de liquidation seront identiques que l'ordre soit à l'achat ou à la vente. Cette hypothèse est très simplificatrice et toutes les méthodes proposées pourront être enrichies en introduisant de l'asymétrie.
- Nous considérons également que le portefeuille est valorisé au prix *Mid* dans le but de pouvoir estimer un impact de liquidation.

### 1.3. Approche *scoring*

- Principe

La méthode consiste à calculer un score de liquidité d'un portefeuille. Pour chaque intervalle de *scoring* défini, une notation de la liquidité globale du portefeuille est attribuée.

- Méthodologie

Chaque position du portefeuille est notée selon une grille. La note affectée dépend du ratio entre la quantité détenue de l'instrument et son volume traitable quotidiennement. La grille retenue pour notre exemple est constituée de 5 notes (L0, L1, L2, L3, L4 par ordre décroissant de liquidité).

| Ratio Quantité / Volume | Note de Liquidité |
|-------------------------|-------------------|
| < 50 %                  | L0                |
| 50 % - 200 %            | L1                |
| 200 % - 700 %           | L2                |
| 700 % - 4 000 %         | L3                |
| > 4000 %                | L4                |

À chaque note est associé un score :

- Dans la méthode linéaire, le score minimal est 1 et croît par pas de 1.
- Dans la méthode exponentielle, inspirée de la méthode de *rating* crédit WARF<sup>1</sup>, le score minimal est 1. Pour notre exemple, le score suivant est construit à partir du précédent par multiplication par 10.

| Note de liquidité | Table de scoring |                       |
|-------------------|------------------|-----------------------|
|                   | Méthode linéaire | Méthode exponentielle |
| L0                | 1                | 1                     |
| L1                | 2                | 10                    |
| L2                | 3                | 100                   |
| L3                | 4                | 1000                  |
| L4                | 5                | 10000                 |

Pour chaque position du portefeuille, un score de liquidité est calculé par multiplication du poids en notionnel de la ligne par son score lu dans la grille de *scoring*. La somme des scores de chaque position donne le score de liquidité du portefeuille.

$$SCORE_{Ptf} = \sum_{i=1}^n W_i \times SCORE_i$$

NB : le poids en notionnel ( $W_i$ ) est calculé :

- par division de la valeur boursière par l'encours du portefeuille (pour tous les produits comptant) ;
- par division de la valeur notionnelle de l'instrument divisé par l'encours du portefeuille (pour tous les produits dérivés).

<sup>1)</sup> Weighted Average Rating Factor (WARF) est une mesure utilisée par les agences de notation pour déterminer la qualité crédit d'un portefeuille.

## 1.4. Approche *bucketing* (AIFMD)

- Principe

Il s'agit de calculer le temps nécessaire pour liquider intégralement 100 % de chacune des positions avec des hypothèses de taux de participation au marché et de volume traitable. Toutes les positions du portefeuille sont ensuite ventilées dans les poches (*buckets*) de temps retenues.

- Méthodologie

Le temps de liquidation de chacune des lignes est obtenu par division de la quantité par le volume traitable en une journée.

Dans notre exemple, nous avons retenu 4 poches (*buckets*) de temps de liquidation.

L'hypothèse sous-jacente de cette approche est que la liquidité se régénère d'elle-même et que la capacité à écouler des positions un jour donné ne dépend pas de la quantité écoulee la veille.

## 1.5. Approche par les volumes

- Principe

Cette méthode consiste à calculer la proportion du portefeuille liquidable en une durée déterminée sous des hypothèses de volume traitable quotidiennement et de régénération de la liquidité. Toutes les positions s'écoulent donc progressivement sur le marché à un rythme qui dépend de la liquidité propre à chaque instrument.

- Méthodologie

Pour chaque ligne en portefeuille, nous évaluons la proportion liquidable de cette ligne dans un temps donné. Nous avons pris une durée de 5 jours ouvrés dans notre exemple. Nous agrégeons ensuite ces résultats et les exprimons en pourcentage de la valeur boursière du portefeuille (*VB*).

$$\text{Taux Liquidation (5j)} = \sum_{i=1}^n \text{MIN} \left( 100 \% ; \frac{5 \times \text{Volume}_i}{\text{Qté}_i} \right) \times \frac{\text{VB}_i}{\text{VB}_{\text{totale}}}$$

3 variantes sont possibles pour le volume :

- prise en compte du volume observé au moment à la date de calcul,
- prise en compte du quantile statistique de volume observé historiquement (dans notre exemple, nous avons retenu le quantile 95 % et une profondeur historique de 1 an),
- prise en compte d'un volume stressé.

L'hypothèse sous-jacente de cette approche est que la liquidité se régénère d'elle-même et que la capacité à écouler des positions un jour donné ne dépend pas de la quantité écoulee la veille.

## 1.6. Approche par les coûts

- Principe

Toute liquidation du portefeuille entraîne un coût de liquidation. Ce coût est estimé au travers de la fourchette *Bid/Ask* qui est traversée dans toute opération d'achat-vente qui a lieu sur les marchés. Le LCS (*Liquidity Cost Score*) estime l'impact sur la valeur liquidative des coûts de transaction.

- Méthodologie

Le calcul du LCS présenté ici ne prend pas en compte le volume traitable sur le marché. Il prend en compte la taille du sous-jacent pour les dérivés et utilise donc les poids du portefeuille en notionnel.

$$LCS_{Ptf} = \sum_{i=1}^n \left( \frac{Ask_i \times Bid_i}{Mid_i} \right) \times W_i$$

3 variantes sont possibles pour le coût :

- prise en compte de la fourchette *Bid/Ask* observée à la date de calcul,
- prise en compte du quantile statistique du LCS observé historiquement (dans notre exemple, nous avons retenu le quantile 95 % et une profondeur historique de 1 an),
- prise en compte d'une fourchette *Bid/Ask* élargie.

## 1.7. Approche par surfaces d'écoulement

- Principe

L'objectif de l'approche par surface d'écoulement est d'estimer un impact prix et une durée de liquidation en fonction d'un volume détenu.

- Méthodologie

Nos deux hypothèses de travail sont les suivantes :

- plus le volume à liquider est important, plus l'impact prix sera important,
- plus l'intervalle de temps donné est important, plus l'impact prix sera réduit.

Celles-ci nous permettent de définir, pour chaque classe d'actifs, une modélisation linéaire de l'impact de marché en fonction du volume traité et du temps de liquidation.

Une variante plus complexe et plus réaliste consiste à réaliser une modélisation de type exponentiel de l'impact de marché en fonction du volume traité. Néanmoins, dans un souci de simplification, nous avons retenu la modélisation linéaire.

Pour définir la courbe, nous avons besoin de 5 paramètres pour chaque classe d'actifs, définis comme suit :

$\alpha$  : fourchette *Bid/Ask* du portefeuille-test,

$\beta$  : taille maximale journalière pour laquelle l'impact de marché est égal à  $\alpha$ ,

$\gamma$  : coefficient par lequel est multiplié  $\alpha$  lorsque l'on traite une quantité égale à  $5 \times \beta$ ,

$\delta$  : taille maximale que l'on peut traiter en une journée,

$\tau$  : nombre de jours que met le marché pour absorber  $\delta$  (la taille maximale que l'on peut traiter en une journée) et revenir à une situation de marché standard.

Ci-dessous l'exemple de la modélisation linéaire de l'impact de marché en fonction du volume traité pour le titre *Volkswagen Financial Services 1,5 % 12/15 (Short Term Corporate IG)* qui est inclus dans notre portefeuille-test :

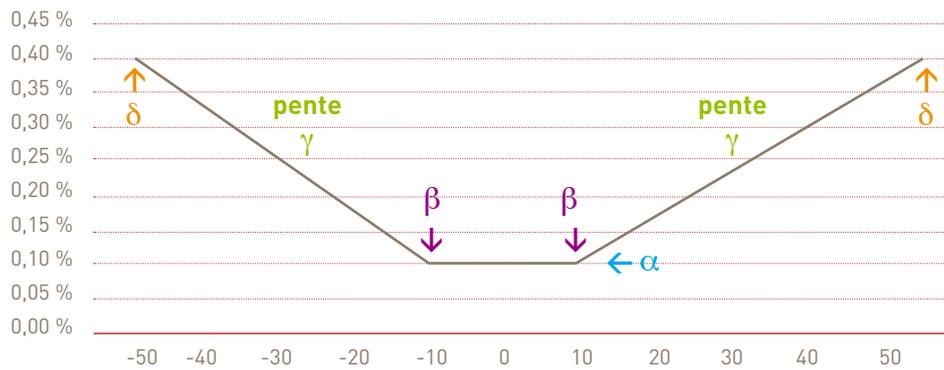
$\alpha = 0,10 \%$

$\beta = 10\,000\,000$  unités

$\gamma = 4$

$\delta = 50\,000\,000$  unités

### Impact de marché fourchette Bid/Ask en fonction du volume quotidien traité



Ainsi :

- Pour tout ordre dont la taille est inférieure à  $\beta$ , l'impact de marché sera de  $\alpha$ .
- Pour tout ordre dont la taille est comprise entre  $\beta$  et  $\delta$ , l'impact de marché est calculé comme la régression linéaire entre les 2 points ( $\beta, \alpha$ ) et ( $5 \times \beta, \gamma \times \alpha$ ).
- Pour tout ordre dont la taille est supérieure à  $\delta$ , l'ordre est découpé en multiple de  $\delta$ . Nous passons une 1<sup>ère</sup> fois un ordre de la taille maximale journalière  $\delta$ , puis nous attendons  $\tau$  jours avant de passer une 2<sup>e</sup> fois un ordre de la taille maximale journalière  $\delta$ , etc.

Il appartiendra à chaque société de gestion d'estimer les paramètres nécessaires à la modélisation selon des données quantitatives de marché (fourchette Bid/Ask moyenne, volume moyen sur les 30 derniers jours, % de la taille d'émission etc.) ou selon des sondages auprès des opérateurs de marché (gérants, table de négociation) qui sont les mieux placés pour estimer ces données de liquidité.

Dans le cadre de notre portefeuille-test, nous avons retenu les hypothèses suivantes :

| Classe d'actifs            | $\alpha$ | $\beta$                     | $\gamma$ | $\delta$                     | $\tau$ |
|----------------------------|----------|-----------------------------|----------|------------------------------|--------|
| Bond Future                | 0,01 %   | 5 % x Volume 30 D           | 3        | 50 % x Volume 30 D           | 1      |
| Short Term Govies          | 0,02 %   | 1 % x Taille émission       | 3        | 5 % x Taille émission        | 1      |
| Long Term Govies           | 0,05 %   | 1 % x Taille émission       | 3        | 5 % x Taille émission        | 1      |
| Short Term Corporate IG    | 0,1 %    | 1 % x Taille émission       | 4        | 5 % x Taille émission        | 2      |
| Long Term Corporate IG     | 0,5 %    | 1 % x Taille émission       | 4        | 5 % x Taille émission        | 2      |
| Corporate HY               | 0,75 %   | 1 % x Taille émission       | 5        | 5 % x Taille émission        | 4      |
| Index CDS HY               | 4        | 10 000 000                  | 3        | 50 000 000                   | 1      |
| Single Name CDS IG         | 4        | 6 000 000                   | 3        | 30 000 000                   | 2      |
| Equity Index Future        | 0,01 %   | 5 % x Volume 30 D           | 3        | 50 % x Volume 30 D           | 1      |
| Listed Equity Index Option | 1 %      | 1 % x Nb positions ouvertes | 5        | 10 % x Nb positions ouvertes | 2      |
| Large Cap Equity           | 0,01 %   | 5 % x Volume 30 D           | 2        | 50 % x Volume 30 D           | 1      |
| Small/Mid Cap Equity       | 0,2 %    | 5 % x Volume 30 D           | 4        | 50 % x Volume 30 D           | 3      |
| Micro Cap                  | 0,5 %    | 5 % x Volume 30 D           | 5        | 50 % x Volume 30 D           | 5      |

# Analyse des résultats

## 1.8. Approche *scoring*

| Catégorie    | Intervalle de scoring<br>(méthode linéaire) |         |
|--------------|---|---------|
|              | Score = 1,99                                |         |
|              | Minimum                                     | Maximum |
| Très liquide | 1   | 2       |
| Liquide      | 2   | 3       |
| Peu liquide  | 3   | 4       |
| Illiquide    | 4   | 5       |

| Catégorie    | Intervalle de scoring<br>(méthode WARF) |         |
|--------------|---|---------|
|              | Score = 28,13                           |         |
|              | Minimum                                 | Maximum |
| Très liquide | 1                                       | 10      |
| Liquide      | 10                                      | 100     |
| Peu liquide  | 100                                     | 1 000   |
| Illiquide    | 1 000                                   | 10 000  |

On note une différenciation de catégorie selon l'approche qui est retenue. Le portefeuille appartient à la catégorie "Très liquide" selon la méthode linéaire et "Liquide" selon la méthode WARF.

## 1.9. Approche *bucketing*

| Instrument type            | Bucket liquidation totale / Volume moyen |               |               |              |
|----------------------------|--|---------------|---------------|--------------|
|                            | 0 / N                                    | 2 d - 7 d     | 7 d - 30 d    | > 30 d       |
| Bond Future                | 0 %                                      |               |               |              |
| Cash                       | 2,9 %                                    |               |               |              |
| Corporate HY               |  | 3,5 %         | 3,3 %         |              |
| Equity Index Future        | 0 %                                      |               |               |              |
| Index CDS HY               |  |               | 0,9 %         |              |
| Large Cap Equity           | 18 %                                     |               |               |              |
| Listed Equity Index Option |  | 0,4 %         |               |              |
| Long Term Corporate IG     |  |               | 12,9 %        |              |
| Long Term Govies           | 12,9 %                                   | 11,3 %        |               |              |
| Micro Cap                  |  | 0,3 %         |               | 2,6 %        |
| Short Term Corporate IG    |  |               | 8,8 %         |              |
| Short Term Govies          | 11,5 %                                   |               |               |              |
| Single Name CDS IG         |  |               | 0 %           |              |
| Small/Mid Cap Equity       |  |               | 10,7 %        |              |
| <b>Total</b>               | <b>45,3 %</b>                            | <b>15,5 %</b> | <b>36,6 %</b> | <b>2,6 %</b> |

L'approche VaR, utilisant le quantile 5 %, donne des résultats plus conservateurs en termes d'horizon de liquidation.

## 1.10. Approches Volumes / Coûts / Surfaces d'écoulement

| Actif net                           | 100 000 000 € |          |                       | 500 000 000 € |          |                       | 1 000 000 000 € |          |                       |
|-------------------------------------|---------------|----------|-----------------------|---------------|----------|-----------------------|-----------------|----------|-----------------------|
| Approches                           | Standard      | Quantile | Surfaces d'écoulement | Standard      | Quantile | Surfaces d'écoulement | Standard        | Quantile | Surfaces d'écoulement |
| <b>Durée de liquidation</b>         |               |          |                       |               |          |                       |                 |          |                       |
| Liquidité 1 jour                    | 54,2 %        | 34,5 %   | 94,9 %                | 21,5 %        | 9,6 %    | 89 %                  | 12,2 %          | 6,4 %    | 82 %                  |
| Liquidité 2 jours                   | 63,1 %        | 50,9 %   | 0 %                   | 40,1 %        | 15,8 %   | 0 %                   | 21,5 %          | 9,6 %    | 4,3 %                 |
| Liquidité 3 jours                   | 67,8 %        | 53,7 %   | 0 %                   | 50,5 %        | 22 %     | 0 %                   | 30,8 %          | 12,7 %   | 0,7 %                 |
| Liquidité 5 jours                   | 75 %          | 59 %     | 2,7 %                 | 54,2 %        | 34,5 %   | 1,4 %                 | 46,4 %          | 18,9 %   | 1,9 %                 |
| Liquidité > 5 jours                 | 100 %         | 100 %    | 2,4 %                 | 100 %         | 100 %    | 9,6 %                 | 100 %           | 100 %    | 11,1 %                |
| Nb jours pour la liquidation totale | 798           | 33 226   | 386                   | 3 988         | 166 132  | 1 946                 | 7 976           | 332 264  | 3 896                 |
| <b>Coût de liquidation</b>          |               |          |                       |               |          |                       |                 |          |                       |
| Coût total de liquidation           | 0,48 %        | 0,66 %   | 0,6 %                 | 0,48 %        | 0,66 %   | 0,96 %                | 0,48 %          | 0,66 %   | 1,29 %                |

## 2. Composition du portefeuille-test

| ISIN                | NAME   | INSTRUMENT TYPE            | QUANTITY    | NPV AS OF 2015/02/23 | NPV / AUM    |
|---------------------|--|----------------------------|-------------|----------------------|--------------|
|                     | Cash   | Cash                       | 2 879 622   | 2 879 622            | 2,9 %        |
| RXH5                | Euro Bund Mar15                                  | Bond Future                | - 72        | -                    | 0 %          |
| ES00000121A5        | Kingdom of Spain 4.1% 08/18                      | Short Term Govies          | 5 759 243   | 6 474 138            | 6,5 %        |
| IT0005030504        | Republic of Italy 1.5% 14/19                     | Short Term Govies          | 4 799 369   | 4 986 689            | 5,0 %        |
| US912828G385        | T 2 ¼ 11/15/24                                   | Long Term Govies           | 14 398 108  | 12 905 781           | 12,9 %       |
| FR0012517027        | FRTR 0 ½ 05/25/25                                | Long Term Govies           | 11 518 486  | 11 339 604           | 11,3 %       |
| XS0794238583        | Volkswagen Financial Services 1,5 % 12/15 (EMTN) | Short Term Corporate IG    | 4 799 369   | 4 835 077            | 4,8 %        |
| DE000A1MA9V5        | Daimler 2 % 12/17 (EMTN)                         | Short Term Corporate IG    | 3 839 495   | 3 990 772            | 4 %          |
| FR0011401751        | Électricité de France 5,375 % 13/49 (EMTN)       | Long Term Corporate IG     | 6 719 117   | 8 037 744            | 8 %          |
| FR0010014845        | Peugeot SA 6% 03/33                              | Long Term Corporate IG     | 3 839 495   | 4 814 343            | 4,8 %        |
| XS1028956222        | Numericable Group 5.375% 14/22 (REGS)            | Corporate HY               | 3 359 559   | 3 512 922            | 3,5 %        |
| XS0779246478        | Europcar Groupe 11.5% 12/17 (REGs)               | Corporate HY               | 2 879 622   | 3 254 692            | 3,3 %        |
| ITXEX522            | CDS Itraxx X0 S22 5Y 12/2019 – Buy Protection    | Index CDS HY               | 9 598 739   | 922 177              | 0,9 %        |
| CVW1E5              | CDS VOLKSWAGEN 5Y 12/2019 – Sell Protection      | Single Name CDS IG         | - 2 879 622 | 28 743               | 0 %          |
| VGH5                | EUROSTOXX50 03/15                                | Equity Index Future        | 480         | -                    | 0 %          |
| SXOH5               | STOXX600 03/15                                   | Equity Index Future        | 288         | -                    | 0 %          |
| SX5E 06/19/15 C3400 | Call SX5E 3400 jun-15                            | Listed Equity Index Option | 240         | 414 905              | 0,4 %        |
| FP FP               | Total SA   | Large Cap Equity           | 191 975     | 8 886 512            | 8,9 %        |
| BAYN GY             | Bayer AG   | Large Cap Equity           | 71 991      | 9 092 405            | 9,1 %        |
| ORP FP              | Orpea  | Small/Mid Cap Equity       | 95 987      | 5 633 500            | 5,6 %        |
| TFI FP              | TF1  | Small/Mid Cap Equity       | 335 956     | 5 076 293            | 5,1 %        |
| LCO FP              | Solucom  | Micro Cap                  | 8 639       | 361 536              | 0,4 %        |
| FLE FP              | Fleury Michon                                    | Micro Cap                  | 43 194      | 2 256 903            | 2,3 %        |
| SOI FP              | Soitec   | Micro Cap                  | 335 956     | 295 641              | 0,3 %        |
|                     | <b>Total Asset</b>                               |                            |             | <b>100 000 000</b>   | <b>100 %</b> |

Code AFG de bonnes pratiques concernant la gestion du risque de liquidité dans les OPC

Annexe 1

Janvier 2016



# ANNEXE 2

## Exemples de mécanismes de protection des investisseurs concernant la gestion de la liquidité au passif

### Objectifs de cette annexe :

- Fournir aux sociétés de gestion une synthèse des différents exemples de mécanismes de gestion de la liquidité du passif afin de protéger au mieux les investisseurs, notamment en situation dégradée de liquidité.
- Établir une première comparaison des réglementations européennes et nationales concernant l'utilisation de ces mécanismes, en particulier pour les OPCVM.

### sommaire

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Annexe 2 / 1. Exemples de mécanismes de protection des investisseurs concernant la gestion de la liquidité au passif, notamment dans des situations dégradées de liquidité</b> | <b>22</b> |
| 1.1. <i>Gates</i> (ou <i>deferred redemptions</i> ou rachats échelonnés)  | 22        |
| 1.2. <i>Side-pockets</i> (ou cantonnement d'actifs)   | 22        |
| 1.3. Rachats en titres (" <i>in kind</i> ", " <i>in specie</i> ")   | 23        |
| 1.4. Suspension provisoire des rachats  | 23        |
| <b>Annexe 2 / 2. Réglementation européenne</b>  | <b>25</b> |
| 2.1. OPCVM  | 25        |
| 2.2. AIFM   | 25        |
| <b>Annexe 2 / 3. Différences entre les pratiques nationales</b>   | <b>26</b> |
| 3.1. France   | 26        |
| 3.2. Luxembourg   | 26        |
| 3.3. Irlande  | 27        |
| 3.4. Royaume-Uni  | 27        |
| 3.5. Allemagne  | 28        |
| 3.6. États-Unis   | 28        |
| 3.7. Synthèse des pratiques nationales  | 28        |

# 1. Exemples de mécanismes de protection des investisseurs concernant la gestion de la liquidité au passif, notamment dans des situations dégradées de liquidité

## 1.1. *Gates* (ou *deferred redemptions* ou rachats échelonnés)

Comme pour les droits de sortie acquis au fonds, la mise en place de *gates* peut permettre d'étaler les rachats sur plusieurs valeurs liquidatives dès lors qu'ils excèdent un certain seuil. Ce mécanisme permet d'avoir une prévision précise du maximum de rachats attendu sur une période donnée et donc d'anticiper, dans de meilleures conditions, les réaménagements de portefeuille à effectuer. Le délai obtenu peut-être aussi mis à profit pour organiser une communication client susceptible de stopper/freiner la dynamique de rachats.

Un point d'attention à avoir dans la mise en place de *gates* est le traitement des ordres : lorsque la société de gestion décide de les activer, un calcul de réduction doit être mis en place de manière à ne pas favoriser certains ordres par rapport à d'autres.

Dans certains pays, le solde non exécuté est automatiquement transféré sur la valeur liquidative suivante avec priorité d'exécution. Cependant, il y a un risque que ce dispositif de report automatique incite les porteurs à anticiper leurs demandes de rachat pour "prendre rang" dans la file d'attente. De plus, le déclenchement d'une *gate* sera le plus souvent le fait d'un gros ordre institutionnel. Pour autant, tous les petits ordres *retail* seront affectés par la réduction. Un mécanisme permettant de n'appliquer les *gates* qu'aux ordres significatifs pourrait éventuellement se justifier.

Quel que soit le mode de traitement des ordres choisi, il faudra s'assurer de la capacité technique du centralisateur à gérer ce mécanisme (réduction, priorisation des ordres...). Enfin, les porteurs doivent pouvoir être informés rapidement du déclenchement des *gates* pour être en mesure de reporter leurs ordres dans le respect des cut-offs.

## 1.2. *Side-pockets* (ou cantonnement d'actifs)

Le cantonnement d'actifs permet de créer, par scission du fonds initial, deux nouveaux fonds :

- l'un destiné à recevoir les actifs dont la cession immédiate ne serait pas conforme à l'intérêt des porteurs (*side pocket* ou fonds de cantonnement) ;
- l'autre destiné à recevoir les autres actifs du fonds scindé (dit "fonds réplique").

Après scission, la *side pocket* est fermée aux souscriptions/rachats et fait l'objet d'une gestion extinctive.

Ce mécanisme est bien adapté pour faire face à une crise exceptionnelle mais limitée, *i.e.* affectant uniquement certains actifs du fonds représentant une faible proportion de l'actif. Il permet de préserver le caractère ouvert du fonds initial, sans pour autant avoir recours à des ventes forcées contraires à l'intérêt des porteurs.

Un point d'attention dans la création d'une *side pocket* sera la justification formalisée du périmètre des actifs à cantonner. À noter que l'AMF admet cette mesure exceptionnelle pour les OPCVM, mais interdit la reprise de l'historique de performance du fonds scindé.

Par ailleurs, certains actifs peuvent être difficilement transférables à une *side-pocket* : c'est par exemple le cas des contrats de gré à gré (OTC), pour lesquels un accord de la contrepartie peut être nécessaire.

### 1.3. Rachats en titres ("*in kind*", "*in specie*")

Les rachats de parts payés en titres (plutôt qu'en espèces) transfèrent le risque de liquidité du fonds vers l'investisseur. Le principe est de transférer, à l'investisseur, les titres du portefeuille au prorata de sa détention dans le fonds (les parts correspondantes étant alors annulées). Ce mécanisme doit s'accompagner de mises en garde explicitant notamment le transfert de risque et peut donc s'appliquer aux investisseurs souhaitant porter ce risque.

Ce mécanisme est notamment intéressant pour des investisseurs qualifiés se retrouvant bloqués lors d'une suspension (ou *side pocket*), et qui peuvent alors reprendre la gestion de ces titres en direct selon leur propre objectif et horizon d'investissement.

### 1.4. Suspension provisoire des rachats

La décision de suspension provisoire des rachats ne peut être prise que dans des circonstances exceptionnelles et si elle sert à protéger les intérêts des porteurs. Cette solution extrême ne devrait être envisagée qu'en dernier recours, notamment après examen des autres mécanismes de limitation des rachats. Cependant, dans une situation de crise extrême où la liquidité a disparu pour une large proportion des actifs du fonds, cette solution peut être la seule option pour préserver les intérêts des porteurs.

Certains régulateurs (par exemple l'Irlande) ont souhaité définir le périmètre des "circonstances exceptionnelles". Cependant, celles-ci étant par définition imprévisibles, il peut être préférable de laisser cette appréciation aux sociétés de gestion.

La société de gestion doit s'efforcer, pendant la période de suspension, de poursuivre la valorisation des actifs en *mark-to-model* si nécessaire. De plus, les conditions de liquidité doivent être revues régulièrement pour permettre une réouverture la plus rapide possible.

En cas de crise durable, il n'est pas souhaitable de maintenir la suspension au-delà d'un certain temps (quelques semaines au maximum). Se pose alors la question de la liquidation des actifs.

Cependant, il serait préférable qu'une telle décision ne soit pas imposée aux porteurs. Ces derniers devraient avoir le choix entre :

- une liquidation à un horizon donné,
- ou un portage à échéance plus longue en fonction de leurs objectifs et de leur horizon d'investissement.

## Synthèse des mécanismes de protection sur le passif

|  | AVANTAGES   | POINTS D'ATTENTION  |
|--|---|---|
| <b>Gate</b>                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Permet d'étaler les rachats sur plusieurs VLs</li> <li>• Prévisibilité des rachats à venir</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Quel traitement des ordres : report automatique ? réduction ? priorisation ?</li> <li>• Capacité technique du centralisateur.</li> <li>• Les porteurs doivent être rapidement informés du déclenchement.</li> <li>• Dans certains cas, permettre de n'appliquer les <i>gates</i> qu'aux ordres significatifs (institutionnels).</li> <li>• Mention nécessaire dans le prospectus du fonds de la possibilité d'avoir recours à ce mécanisme.</li> </ul>   |
| <b>Side pocket</b>                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Permet de préserver le caractère ouvert du fonds initial, sans pour autant avoir recours à des ventes forcées contraires à l'intérêt des porteurs.</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Justification formalisée du périmètre des actifs à cantonner.</li> <li>• Mécanisme bien adapté pour faire face à une crise exceptionnelle affectant uniquement certains actifs du fonds représentant une faible proportion de l'actif.</li> <li>• Certains actifs peuvent être difficilement transférables à une <i>side-pocket</i> : par exemple des contrats de gré à gré (OTC), pour lesquels un accord de la contrepartie peut être nécessaire.</li> <li>• Mention nécessaire dans le prospectus du fonds de la possibilité d'avoir recours à ce mécanisme.</li> </ul>   |
| <b>Rachat en titres</b>                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Permet de transférer le risque de liquidité du fonds vers l'investisseur.</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• La valorisation du portefeuille transféré peut nécessiter une certification par un tiers.</li> <li>• Mécanisme qui peut s'appliquer aux investisseurs souhaitant porter ce risque.</li> <li>• Mention nécessaire dans le prospectus du fonds de la possibilité d'avoir recours à ce mécanisme.</li> </ul>  |
| <b>Suspension provisoire des rachats</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Dans une situation de crise extrême où la liquidité a disparu pour une large proportion des actifs du fonds, cette solution peut être la seule option pour préserver les intérêts des porteurs.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Poursuite de la valorisation des actifs en <i>mark-to-model</i> si nécessaire.</li> <li>• La suspension doit pouvoir être levée dès que les conditions de liquidité le permettent.</li> <li>• Solution qui devrait être envisagée plutôt en dernier recours, notamment après examen des autres mécanismes de limitation des rachats.</li> <li>• En cas de crise durable, il n'est peut-être pas souhaitable de maintenir la suspension au-delà d'un certain temps (quelques semaines au maximum). Se pose alors la question de la liquidation des actifs et du choix donné (ou non) aux porteurs entre une liquidation à un horizon donné, ou un portage à échéance plus longue en fonction de leurs objectifs et de leur horizon d'investissement.</li> </ul> |

## 2. Réglementation européenne

### 2.1. OPCVM

Le seul mécanisme apparaissant dans la directive OPCVM est la suspension des rachats (article 84).

Conditions liées à ce mécanisme :

- circonstances exceptionnelles (non définies),
- la suspension qui doit être faite dans l'intérêt des porteurs,
- information immédiate au régulateur national ainsi qu'aux régulateurs des pays où le fonds est commercialisé.

Les pays membres peuvent autoriser les autorités compétentes à exiger la suspension d'un fonds dans l'intérêt des porteurs ou dans l'intérêt du public.

Généralement décrites dans le prospectus du fonds, les modalités de la suspension sont parfois accompagnées d'exemples de situations considérées comme "exceptionnelles".

Les régulateurs nationaux ont autorisé d'autres mécanismes de limitation des rachats pour les OPCVM (*side-pockets, gates...*) avec des disparités importantes entre pays (cf. "Tableau récapitulatif" page 26).

### 2.2. AIFM

La directive reste assez floue sur les mécanismes de limitation des rachats.

Une précision est cependant apportée dans le Règlement délégué (UE) n° 231/2013 du 19 décembre 2012 (art. 3.2.6) :

*« Le présent règlement délégué précise que les systèmes et procédures de gestion de la liquidité doivent permettre aux gestionnaires de mettre en œuvre les outils et dispositions nécessaires, en cas d'actifs illiquides, pour répondre aux demandes de remboursement. Ces dispositions peuvent inclure des "traitements spéciaux", tels que le cantonnement d'actifs (side pocket).*

*Une marge de manœuvre importante est donc laissée aux régulateurs nationaux pour la définition de ces "traitements spéciaux"».*

## 3. Différences entre les pratiques nationales

À noter : les éléments qui suivent ont été collectés par les membres du groupe de travail à la date de la rédaction de l'annexe en fonction des pratiques constatées, notamment dans la rédaction des prospectus nationaux. Ces éléments ne sont pas figés et peuvent évoluer au cours du temps.

### 3.1. France

La position/recommandation AMF “*Guide du suivi des OPC – DOC-2011-25*” détaille les conditions de mise place des *gates* et *side-pockets*.

- **Gates** : application limitée aux OPCl, Fonds de Fonds alternatifs et Fonds professionnels (donc interdit aux OPCVM). Le document précise l'information minimale à prévoir dans le prospectus, les seuils acceptables, les différents modes de traitement des ordres...
- **Side-pockets** : le cantonnement d'actifs illiquides est un mécanisme autorisé dans des circonstances exceptionnelles, y compris pour des OPCVM. Le document détaille les modalités de déclaration à l'AMF, l'information aux porteurs, le statut de l'OPC réplique et de l'OPC scindé.
- Les rachats en titres semblent autorisés uniquement dans des cas de suspension et avec accord préalable des porteurs.  
La grande majorité des prospectus français se limite à mentionner la possibilité légale de suspension des rachats.
- Les droits de sortie acquis au fonds (équivalent des “*anti-dilution levy*”) sont autorisés mais très peu pratiqués par les fonds français (hors fonds “datés”<sup>1)</sup>).

### 3.2. Luxembourg

- Les *gates* ou “*deferred redemption*” sont autorisées y compris pour les OPCVM. Le seuil de déclenchement doit être supérieur à 10 %. Les modalités doivent être décrites dans le prospectus. À noter que les OPCVM doivent permettre le rachat au minimum 2 fois par mois : les *gates* ne permettent pas de déroger à ce principe.
- Les *side-pockets* sont autorisées pour les OPCVM dans des circonstances exceptionnelles, en pratique les actifs ségrégués ne devant pas dépasser 30 %.
- Les rachats en titres (*redemption in kind*) sont possibles à tout moment avec l'accord du / des porteur(s). La valeur du rachat en titres doit être certifiée par un auditeur externe.
- Les droits de sortie acquis au fonds sont autorisés mais semblent peu pratiqués (hors fonds dits “datés”<sup>1)</sup>).

Les prospectus luxembourgeois (OPCVM) prévoient presque systématiquement (en plus des cas de suspension) des clauses sur les *gates* et rachats en titres. Les clauses de *gates*, en particulier, détaillent en général le seuil de déclenchement, la période maximale de report et le mécanisme de traitement des ordres concernés.

<sup>1)</sup> Les fonds dits “datés” ou fonds “à échéance” sont soit investis dans des obligations d'entreprise arrivant toutes à terme avant une date déterminée, soit structurés avec une formule prédéterminée ayant une maturité fixe.

### 3.3. Irlande

- Les *gates* sont autorisées pour les OPCVM et leur pratique est encadrée par la réglementation : le seuil de déclenchement est fixé à 10 % minimum. Au-delà de ce seuil, la société de gestion peut reporter les demandes de rachat : une réduction de l'ordre est obligatoirement réalisée, le solde étant transféré sur la VL suivante avec priorité d'exécution.
- En revanche, les *side-pockets* ne sont pas autorisées pour les fonds OPCVM et sont fortement encadrées pour les AIF de manière à éviter un cantonnement abusif qui chercherait à préserver la performance du fonds principal.
- Les rachats en titres sont possibles à tout moment avec l'accord du / des porteur(s) à condition que l'égalité de traitement avec les porteurs restants dans le fonds puisse être justifiée.  
Les prospectus irlandais (OPCVM) prévoient presque systématiquement des clauses sur les *gates* et rachats en titres. Les clauses "*anti-dilution levy*" sont également très fréquentes.
- Les clauses "*anti-dilution levy*" sont autorisées pour un montant maximum de 3 % de l'actif net : le montant de la commission acquise au fonds est déterminée par le gérant de manière à couvrir le coût de liquidation et à préserver la performance des porteurs restants.

### 3.4. Royaume-Uni

- Au Royaume-Uni, la décision de **suspension** peut être déclenchée à la demande du *trustee* (dépositaire). Dans tous les cas, la société de gestion doit obtenir son accord.
- Les *gates* sont autorisées uniquement pour les OPCVM à VL quotidienne : le seuil est fixé à 10 % ou tout autre niveau "raisonnable" affiché dans le prospectus.
- En revanche, les *side-pockets* ne font pas partie, à notre connaissance, des outils mentionnés dans les prospectus des OPCVM.
- Les clauses "*anti-dilution levy*" sont autorisées. Le montant de la commission acquise au fonds est déterminé par le gérant de manière à couvrir le coût de liquidation et à préserver la performance des porteurs restants.
- La société de gestion peut décider d'un **rachat en titres** (théoriquement sans l'accord préalable du client), y compris pour les OPCVM, à condition que le *trustee* (dépositaire) ait mené les diligences nécessaires pour s'assurer qu'un tel transfert de titres ne constitue pas un préjudice matériel pour les porteurs sortants ou restants.  
Les prospectus britanniques (OPCVM) prévoient presque systématiquement (en plus des cas de suspension) des clauses sur les rachats en titres. Les clauses "*anti-dilution levy*" et *gates* semblent assez fréquentes.

### 3.5. Allemagne

- Les *gates* ainsi que les *side-pockets* ne sont pas autorisées en Allemagne pour les fonds OPCVM.
- Les prospectus allemands (OPCVM) mentionnent uniquement la possibilité légale de suspension des rachats.

### 3.6. États-Unis

- Depuis la réforme récente des fonds monétaires (été 2014), la plupart des *money market funds* ont la possibilité (sur décision du *Board*) d'adopter des *Liquidity Fees* (acquis au fond, jusqu'à 2 % maximum) ou une suspension temporaire des rachats (jusqu'à 10 jours maximum) lorsque les actifs liquides à moins d'une semaine passent sous le seuil de 30 %.

### 3.7. Synthèse des pratiques nationales

|   | France  |     | Luxembourg |     | Irlande |     | Royaume-Uni                                |     | Allemagne |     |
|---|---|-----|------------|-----|---------|-----|--|-----|-----------|-----|
|   | OPCVM   | FIA | OPCVM      | FIA | OPCVM   | FIA | OPCVM                                      | FIA | OPCVM     | FIA |
| <b>Droits de sortie acquis au fonds</b><br><i>(antidilution levy)</i> |   |     |            |     |         |     |  |     | ?         | ?   |
| <b>Gates</b>  |   |     |            |     |         |     | Uniquement pour les fonds à VL quotidienne |     |           |     |
| <b>Side-Pockets</b>   |   |     |            |     |         |     |  |     |           |     |
| <b>Rachat en titres</b>   | Uniquement dans des cas de suspension et avec accord préalable des porteurs |     |            |     |         |     | Avec accord du trustee                     |     | ?         | ?   |
| <b>Suspension des rachats</b>   |   |     |            |     |         |     | Avec accord du trustee                     |     |           |     |

■ Autorisé ■ Interdit

L'AFG remercie l'ensemble des membres du groupe de travail qui ont participé à l'élaboration de ce guide, et en particulier son président, **Michel DELOUYA**, UBS AM France, qui a dirigé ce groupe de travail rattaché au Comité technique Risk Management de l'AFG, présidé par **Christophe LEPITRE**, Ofi AM, puis par **Olivier CORBY**, Candriam. L'AFG remercie également **Philippe SENECHAULT**, Ellipsis AM, **Pascal MARNAY**, Groupama AM et **Bogdan STRUJAN**, Oddo Meriten AM, pour leur contribution à l'élaboration des présentes annexes.

**Éric PAGNIEZ** et **Adina GURAU-AUDIBERT** en ont été les rapporteurs AFG.

AFG – 31, rue de Miromesnil – 75008 Paris – Tél. : 01 44 94 94 00 – [www.afg.asso.fr](http://www.afg.asso.fr)

Sources du document : tableaux et graphiques réalisés sur la base de données fournies par des sociétés membres de l'AFG.

AFG  
Service Communication – Formation

31 rue de Miromesnil

75008 Paris

T: 01 44 94 94 00

 @AFG\_France

[www.afg.asso.fr](http://www.afg.asso.fr)



  
association française  
de la **gestion financière**