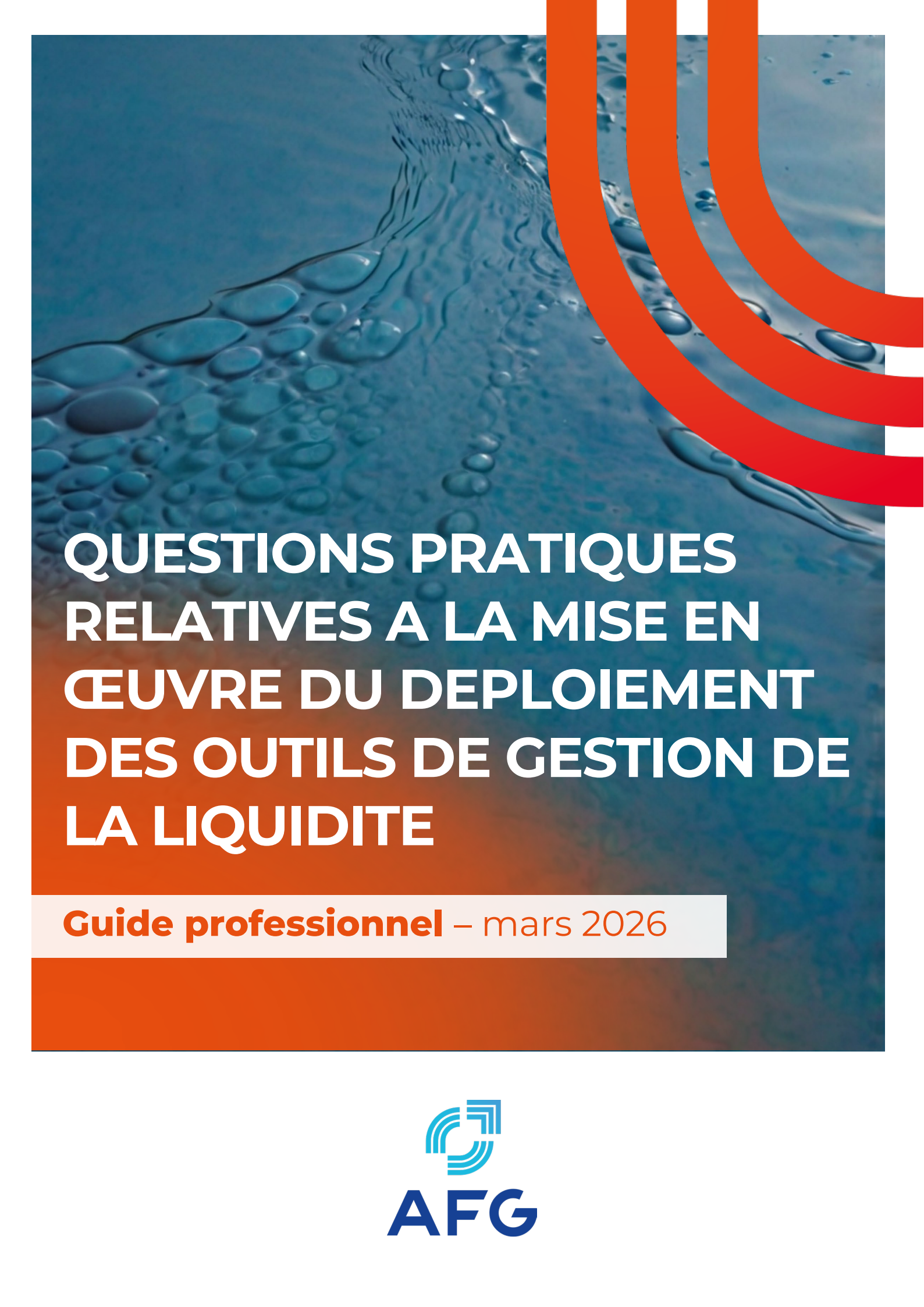




QUESTIONS PRATIQUES RELATIVES A LA MISE EN ŒUVRE DU DEPLOIEMENT DES OUTILS DE GESTION DE LA LIQUIDITE

Guide professionnel – mars 2026



Préambule

Le cadre réglementaire européen prévoit, en 2026, le déploiement généralisé des outils de gestion de liquidité. Dans ce contexte et ayant pris l'attache de l'AMF, l'AFG propose ce guide, sous forme de questions réponses, destiné à aider ses membres dans la mise en œuvre de ce déploiement.

Les directives européennes de niveau 1 (OPCVM et AIFM), prévoyant ce déploiement, sont en cours de transposition nationale. Les textes d'application de niveau 2 et 3 ne sont pas encore définitifs à la date de publication de ce document. Ce document pourra faire l'objet de complément, le cas échéant.

L'AFG remercie tous les membres du comité de rédaction qui ont contribué à ce travail collectif, sous la coordination de Stéphane Aidan, chef du pôle gestions et management du risque de l'AFG.

SOMMAIRE

1.	A quelle date faut-il sélectionner les deux outils de gestion de liquidité ? Est-ce que cette échéance concerne seulement les nouveaux fonds ou tous les fonds ?	4
2.	Concrètement que faut-il faire avant la date de transposition prévue pour le 16 avril 2026 ?	4
3.	A quel endroit de la documentation du fonds, faut-il insérer les deux outils sélectionnés ?	4
4.	Les textes des directives, OPCVM et AIFM, précisent que l'obligation s'applique aux fonds ouverts. Les fonds prévoyant une période de lock-up sont-ils concernés ?	5
5.	L'obligation s'applique-t-elle aux fonds dédiés ?	5
6.	Dans le cas de fonds dédiés, quid de l'existence d'un contrat/pacte en associés/porteurs portant sur la liquidité ?	5
7.	Quelle est la liste dans laquelle doivent être sélectionnés les outils ?	6
8.	Y-a-t-il des contraintes particulières pour cette sélection ?	6
9.	Que faut-il faire entre le 16 avril 2026 et le 16 avril 2027 ?	7
10.	Est-il possible de prévoir des outils autres que ceux de la liste ?	8
11.	Les outils sélectionnables peuvent, à compter de la date de transposition, être utilisés en situation normale de marché (y compris les <i>gates</i>). Est-il cependant possible de conserver un caractère exceptionnel à l'usage des outils sélectionnés ?	8
12.	Faut-il déployer l'outil pour toutes les catégories de parts et faut-il prévoir un calibrage identique ?	8
13.	Extension de préavis : faut-il prévoir une extension maximale réglementaire ?	9
14.	Les rachats en nature prévus par les articles 411-20/422-21 du RG AMF peuvent-ils être considérés comme des outils de gestion de liquidité au sens des directives ?	9
15.	ELTIF : compatibilité des <i>gates</i> « AIFMD 2 » avec le dispositif prévu à l'article 18(2) du règlement ELTIF	9
16.	Question sur le calibrage des plafonnements de rachats	9
17.	Faut-il prévoir les mêmes outils entre le fonds maître et le fonds nourricier ?	10

1. A quelle date faut-il sélectionner les deux outils de gestion de liquidité ? Est-ce que cette échéance concerne seulement les nouveaux fonds ou tous les fonds ?

Les nouveaux textes des directives AIFM et OPCVM prévoient que tous les fonds ouverts devront être équipés de deux outils de gestion de la liquidité, au minimum. Pour les fonds monétaires agréés conformément au règlement (UE) 2017/1131 relatif aux fonds monétaires, un seul outil au minimum est requis.

La transposition en droit français devrait intervenir le 16 avril 2026. L'obligation des deux outils s'appliquera à partir de la date de transposition, par application du droit français.

Les textes des directives ne prévoient pas de période de transition. En conséquence, cette échéance concerne tous les fonds ouverts existants ou qui seront créés après cette date.

Des actes délégués et orientations relatifs aux outils de gestion de la liquidité prévoient une période de transition d'un an, jusqu'au 16 avril 2027. Elles concernent les fonds déjà existants au 16 avril 2026 et leur accorde un délai d'une année pour se conformer aux dispositions des textes de niveau 2.

Cette période transitoire ne concerne donc pas les dispositions des directives OPCVM et AIFM qui sont de niveau 1.

Pour rappel, les orientations de l'ESMA (ESMA34-671404336-1363), une fois publiées dans les langues de l'Union Européenne, devront faire l'objet d'une procédure de notification dite « *comply or explain* » par les autorités compétentes nationales, avant d'être considérées comme applicables.

2. Concrètement que faut-il faire avant la date de transposition prévue pour le 16 avril 2026 ?

Tous les fonds ouverts existants à cette date, doivent mentionner dans le règlement ou les statuts, les deux outils sélectionnés (un seul outil au minimum pour les fonds conformes au règlement (UE) 2017/1131 relatif aux fonds monétaires).

La notion de fonds ouverts par opposition aux fonds fermés est une notion européenne définie dans le règlement délégué AIFM N° 694/2014.

3. A quel endroit de la documentation du fonds, faut-il insérer les deux outils sélectionnés ?

Les outils doivent être inscrits, de façon nominative, dans le règlement (FCP, FCPE,...) ou les statuts (SICAV, SPICAV,...).

En pratique, afin de ne pas alourdir ces documents, il est possible, après la mention des outils, de proposer un renvoi vers le prospectus pour les informations plus détaillées (fonctionnement, modalités d'activation, ...).

Au niveau des prospectus, la section la plus adaptée pour décrire les outils de liquidité correspond au chapitre traitant des modalités de souscription et de rachat. L'outil *swing pricing* peut être mentionné dans le chapitre traitant des règles et méthodes comptables.

Les descriptions de certains outils sont déjà prévues dans le plan type des prospectus dans la mesure où la France avait déjà mis en place un régime national de gestion de la liquidité (instruction DOC 2011-19 pour les OPCVM, par exemple).

Les DICI PRIIPS doivent également être mis à jour pour mentionner la présence des outils sélectionnés. Le cas échéant, un renvoi au prospectus peut être proposé afin de compléter l'information.

Les scénarii de performance ne sont pas à modifier par l'activation des droits ajustables (ADL) ou *swing pricing*.

Les frais de liquidité peuvent être mentionnés dans le tableau des frais, en précisant qu'ils ne sont pas appliqués de façon constante et systématique puisque cela dépend des coûts de liquidité et de la présence de seuils d'activation.

Le calcul du SRI doit normalement être impacté automatiquement par l'application du *swing pricing*.

4. Les textes des directives, OPCVM et AIFM, précisent que l'obligation s'applique aux fonds ouverts. Les fonds prévoyant une période de lock-up sont-ils concernés ?

La présence d'un lock-up ne modifie pas la nature ouverte ou fermée du fonds au sens du droit européen. Si celui-ci est ouvert, alors il rentre dans le champ d'application des directives et doit sélectionner au minimum deux outils et modifier sa documentation avant la date de transposition.

En revanche, les fonds en phase de liquidation, qui ne peuvent plus accepter des souscriptions ou de rachat, sont exemptés.

5. L'obligation s'applique-t-elle aux fonds dédiés ?

La nouvelle directive AIFM (tout comme la directive OPCVM) ne prévoit pas de distinction entre fonds dédiés et non-dédiés, seulement entre fonds ouverts et fermés

Le périmètre applicable est défini par le caractère ouvert ou fermé. Les fonds dédiés dès lors qu'ils sont de type ouvert sont donc soumis à l'obligation.

Un dialogue avec le ou les investisseurs est recommandé. Ce dialogue, possible dans le cas des fonds dédiés, permet de rappeler le caractère obligatoire de l'opération et offre l'occasion de sensibiliser l'investisseur au risque de liquidité. Pour rappel, plusieurs outils sélectionnables ne seront activés que par décision de la SGP, et dans l'intérêt des porteurs.

6. Dans le cas de fonds dédiés, quid de l'existence d'un contrat/pacte en associés/porteurs portant sur la liquidité ?

Cette condition n'a pas d'incidence : la sélection des deux outils est toujours requise.

Pour rappel, le pacte d'associés ne peut être divulgué. En revanche, l'analyse du pacte d'associés par les départements risque et conformité de la SGP, sous l'autorité du RCCI, peut aider à la sélection des deux outils.

7. Quelle est la liste dans laquelle doivent être sélectionnés les outils ?

Les OPCVM (respectivement FIA) doivent sélectionner au moins deux outils de gestion de la liquidité parmi ceux visés à l'annexe IIA de la directive OPCVM (respectivement Annexe V de la directive AIFM), points 2 à 8.

En outre, les gérants ont toujours la possibilité de suspendre temporairement les souscriptions, les rachats et les remboursements (point 1 de l'annexe) ou d'activer des mécanismes de cantonnement d'actifs (*side pockets*) (point 9 de l'annexe), dans des cas exceptionnels, lorsque les circonstances l'exigent et que les intérêts des investisseurs le justifient.

Il n'est pas obligatoire d'inclure ces outils (point 1 et point 9 de l'annexe) dans la documentation du fonds. Ils sont réputés disponibles pour tous les fonds concernés.

ANNEXE II

«ANNEXE V

OUTILS DE GESTION DE LA LIQUIDITÉ À LA DISPOSITION DES GESTIONNAIRES GÉRANT DES FIA DE TYPE OUVERT

1. Suspension des souscriptions, des rachats et des remboursements: la suspension des souscriptions, des rachats et des remboursements signifie que la souscription, le rachat et le remboursement des parts ou des actions dans le fonds sont temporairement empêchés.
2. Mesure de plafonnement des remboursements: une mesure de plafonnement des remboursements désigne une restriction temporaire et partielle du droit des porteurs de parts ou des actionnaires de demander le remboursement de leurs parts ou actions, de sorte que les investisseurs ne peuvent obtenir le remboursement que d'une certaine partie de leurs parts ou actions.
3. Prolongation des délais de préavis: la prolongation des délais de préavis consiste à prolonger le délai de préavis que les porteurs de parts ou les actionnaires doivent accorder aux gestionnaires de fonds, au-delà d'une période minimale adaptée au fonds, lorsqu'ils procèdent au remboursement de leurs parts ou actions.
4. Frais de remboursement: les frais de remboursement sont des frais, au sein d'une fourchette prédéterminée qui tient compte du coût de la liquidité, versés au fonds par les porteurs de parts ou les actionnaires lors du remboursement de parts ou d'actions, et qui garantit que les porteurs de parts ou les actionnaires qui restent dans le fonds ne soient pas injustement désavantagés.
5. Ajustement de la valeur liquidative (*Swing pricing*): l'ajustement de la valeur liquidative (*Swing pricing*) est un mécanisme prédéterminé par lequel la valeur nette d'inventaire des parts ou actions d'un fonds d'investissement est ajustée par l'application d'un facteur ("facteur d'ajustement") qui reflète le coût de liquidité.
6. Régime du double prix: le double prix est un mécanisme prédéterminé par lequel les prix de souscription, de rachat et de remboursement des parts ou actions d'un fonds d'investissement sont fixés en ajustant la valeur nette d'inventaire par part ou par action au moyen d'un facteur qui reflète le coût de liquidité.
7. Droits d'entrée/de sortie ajustables acquis au fonds (anti-dilution levies ou ADL): les droits d'entrée/de sortie ajustables acquis au fonds (ADL) sont des frais versés au fonds par un porteur de parts ou un actionnaire lors de la souscription, du rachat ou du remboursement de parts ou d'actions, qui compensent le fonds pour le coût de liquidité supporté en raison de la taille de cette transaction et qui garantit que les autres porteurs de parts ou actionnaires ne sont pas désavantagés de manière inéquitable.
8. Remboursement en nature: le remboursement en nature consiste à transférer des actifs détenus par le fonds, au lieu d'espèces, pour répondre aux demandes de remboursement des porteurs de parts ou des actionnaires.
9. Cantonnements d'actifs (*side pockets*): les mécanismes de cantonnements d'actifs permettent la séparation de certains actifs, dont les caractéristiques économiques ou juridiques ont sensiblement changé ou sont devenues incertaines en raison de circonstances exceptionnelles, des autres actifs du fonds.

8. Y-a-t-il des contraintes particulières pour cette sélection ?

Parmi les règles de sélection, il faut noter les contraintes suivantes :



- **Il n'est pas possible de sélectionner les outils 5 (*Swing pricing*) et 6 (*Dual Pricing*) en même temps (article 16 – point 2b de la directive AIFM 2)**

"It shall not be possible for that selection to include only the tools referred to in Annex V, points 5 and 6."

- **Recommandation de choisir deux types d'outils différents**

Dans les Orientations de l'ESMA, publiées le 15 avril 2025, il est recommandé, dans le paragraphe 5 "Guidelines on LMTs of UCITS and open-ended AIFs", point 15, de sélectionner, quand c'est approprié, un outil quantitatif (tel que les plafonnements ou l'extension de préavis) et un outil anti dilutif (tel que le *swing pricing*, ou les droits ajustables).

Extrait des orientations de l'ESMA :

15. In the selection of the two minimum mandatory LMTs, fund managers should consider, where appropriate, the merit of selecting at least one quantitative-based LMT (i.e.: redemption gates, extension of notice period) and at least one ADT (i.e.: redemption fees, swing pricing, dual pricing, ADL), taking into consideration the investment strategy, redemption policy and liquidity profile of the fund and the market conditions under which the LMT could be activated. In this context, fund managers may consider whether to select one LMT to use under normal market conditions and one LMT to be used under stressed market conditions.

Il s'agit d'une recommandation. **Ce n'est pas une obligation.**

Le gérant devra potentiellement justifier qu'il ne peut / ne veut pas suivre cette recommandation.

9. Que faut-il faire entre le 16 avril 2026 et le 16 avril 2027 ?

Les projets de textes de niveau 2 et 3 prévoient une période transitoire d'un an, entre avril 2026 et avril 2027. Ces textes apportent des précisions sur les caractéristiques des outils, leurs critères de sélection et de calibrage.

Il faut distinguer deux cas, selon que le fonds est constitué avant ou après la date du 16 avril 2026. Par date de constitution, il faut comprendre la date de l'attestation de dépôt des fonds. Il ne s'agit ni de la date d'agrément ni de celle de sa déclaration au régulateur.

• Cas des fonds existants au 16 avril 2026

La mise en conformité consiste à adapter la description du fonctionnement des outils présents dans les prospectus aux deux textes des règlements délégués (un par directive). En pratique, ces textes ne fournissent pas de description très détaillée et peu d'adaptations semblent nécessaires.

En ce qui concerne, les trois outils déjà présents dans les instructions de l'AMF DOC 2017-05, à savoir le plafonnement des rachats, le *swing pricing* et les droits ajustables acquis au fonds, ils sont d'ores et déjà conformes aux caractéristiques des textes européens. Aucune modification dans le prospectus n'est attendue par le régulateur.

Pour les outils non mentionnés dans l'instruction AMF DOC 2017-05 et ajoutés en 2026 à des fonds constitués avant le 16 avril 2026, ils auront jusqu'au 16 avril 2027 pour se conformer aux textes de niveaux 2 et 3. (actes délégués et orientations).

A ce stade trois types d'adaptations peuvent être envisagés pour les outils déjà présents aux prospectus (liste non exhaustive) :

- La généralisation de l'outil à toutes les classes de parts, le cas échéant (un outil doit s'appliquer à toutes les parts du fonds).

- La suppression de la durée maximale d'application des *gates*, si cette caractéristique est précisée dans le prospectus.
- L'inclusion de l'impact de marché en « best effort basis » dans les outils concernés.

- **Cas des fonds constitués après le 16 avril 2026**

Les outils sélectionnés devront être immédiatement conformes aux textes des règlements délégués.

L'une des conséquences concerne les outils « anti-dilutifs » : Frais de rachat, *swing pricing* et droits ajustables (ADL).

Pour ces outils, lorsque cela est approprié à la stratégie d'investissement, les coûts de liquidité doivent inclure les coûts implicites des transactions résultant du traitement des ordres de souscription ou rachats. Cela peut inclure les impacts de marché s'ils sont significatifs.

Cependant, le texte précise que si les données nécessaires à l'estimation ne sont pas disponibles ou jugées fiables, les coûts de transaction devront être estimés sur la base du meilleur effort (« best effort basis »).

10. Est-il possible de prévoir des outils autres que ceux de la liste ?

La liste d'outils présentée dans les annexes correspond à une liste minimale. Il est possible de prévoir d'autres types d'outils, sous condition qu'ils soient appropriés à la stratégie de gestion.

Le considérant 2 des versions actuelles des règlements délégués cite l'exemple de « *soft closure* ».

Cependant, ils ne sont pas considérés comme des outils de gestion de la liquidité au sens des directives européennes.

En conséquence, l'exigence des deux outils, au minimum, concerne uniquement ceux présents dans la liste. Les autres outils ne seront pas décomptés parmi les outils obligatoires.

11. Les outils sélectionnables peuvent, à compter de la date de transposition, être utilisés en situation normale de marché (y compris les *gates*). Est-il cependant possible de conserver un caractère exceptionnel à l'usage des outils sélectionnés ?

Il est possible de prévoir d'utiliser les outils uniquement en circonstances exceptionnelles et élargir leur usage à des conditions moins exceptionnelles si besoin. Cela devra être précisé dans le prospectus, ainsi que leurs conditions d'activation.

12. Faut-il déployer l'outil pour toutes les catégories de parts et faut-il prévoir un calibrage identique ?

Les directives mentionnent le déploiement des outils au niveau des fonds et non pas au niveau de classes de parts. Les outils doivent donc être déployés pour toutes les catégories de parts du fonds concerné.

En termes de calibrage, les règlements délégués OPCVM et AIFM précisent seulement que les *gates* doivent être appliqués uniformément à tous les porteurs.

Les autres outils peuvent prévoir des calibrages différents si ce paramétrage est justifié par les critères prévus par les textes européens (coût de liquidité etc...). Il peut être envisagé, par exemple,

de faire varier le niveau de frais acquis par part (toujours dans la fourchette prédéterminée) selon une étude au cas par cas.

Les règlements délégués précisent que le niveau de frais de rachat peut varier selon la taille de chaque ordre. Une approche par palier et par investisseur pourrait être envisagée pour tenir compte de cette adaptation.

Dans tous les cas, la SGP doit être en mesure de fournir les justifications des choix de calibrage.

13. Extension de préavis : faut-il prévoir une extension maximale réglementaire ?

Aucune limite n'est prévue par les textes européens. Cependant le délai d'extension devra être adapté à la nature du fonds, à son profil de liquidité et tenir compte du cycle de vie des actifs.

De plus, dans le cas de valeur liquidative quotidienne, le délai après extension devra rester dans les bornes déjà prévues, au niveau national, par les dispositions du RG AMF (art. 411-20-2 et 422-21-2 du RG AMF) dans l'attente de l'évolution de celui-ci.

14. Les rachats en nature prévus par les articles 411-20/422-21 du RG AMF peuvent-ils être considérés comme des outils de gestion de liquidité au sens des directives ?

Ils ne sont pas considérés comme des outils au sens des directives car ils sont déclenchables à l'initiative/accord du porteur et non à l'initiative de la SGP pour faire face à des problématiques de liquidité.

Ces rachats en nature peuvent être considérés comme un outil optionnel. En conséquence, il n'est pas nécessaire de les retirer ou les amender si le gérant souhaite conserver le dispositif.

15. ELTIF : compatibilité des gates « AIFMD 2 » avec le dispositif prévu à l'article 18(2) du règlement ELTIF

Le dispositif décrit à l'article 18(2) du règlement ELTIF est un dispositif assimilable aux plafonnements de rachat au sens de la directive AIFM.

En conséquence, ce dispositif sera bien décompté dans la sélection des deux outils de la liste de l'annexe V de la nouvelle directive AIFM.

16. Question sur le calibrage des plafonnements de rachats

Dans le cadre de l'activation des plafonnements des rachats, la nouvelle directive AIFMD permet d'exprimer le montant des rachats en pourcentage de l'actif net, en montant, en proportion des liquidités ou en combinant ces trois approches.

Le seuil doit être fixé par le gérant afin de lui permettre de limiter les rachats dans l'intérêt des porteurs et selon des critères propres au fonds (art 26 des Orientations de l'ESMA).

De façon similaire, pour les OPCVM, le seuil doit être fixé par le gérant selon les critères décrits à l'article 26 des Orientations de l'ESMA.

Cependant, afin de bénéficier du régime transitoire de l'AMF, pour les OPCVM et FIA soumis à agrément créés avant le 16 avril 2026, il faut respecter les conditions de l'instruction AMF DOC-

2017-05, et en particulier s'assurer que le seuil de déclenchement corresponde aux seuils de déclenchement précisés dans l'instruction AMF (source webinaire AMF du 8 décembre 2025).

17. Faut-il prévoir les mêmes outils entre le fonds maitre et le fonds nourricier ?

Les fonds nourriciers sont également soumis à l'obligation de prévoir deux outils au minimum. En conséquence, les documents constitutifs des fonds nourriciers ainsi que leurs prospectus devront être modifiés.

Le choix des outils du fonds nourricier est a priori fortement conditionné par ceux du fonds maitre. Cela doit être examiné au cas par cas.

Par ailleurs, l'activation d'outil au niveau du fonds maitre impacte mécaniquement le fonds nourricier, par « contagion ».

Il est préconisé de faire référence, dans le prospectus du fonds nourricier, aux outils qui équipent le fonds maitre en tenant compte, pour le calibrage, des ajustements opérationnels suivants :

- Le calibrage des outils du fonds maitre,
- Le niveau d'investissement dans le fonds maitre, qui doit être supérieur à 85%,
- La date de centralisation du fonds maitre et la VL du fonds maitre utilisée pour valoriser le fonds nourricier.

L'Association Française de la Gestion financière (AFG) représente et promeut l'utilité de la gestion d'actifs pour les investisseurs et l'avenir de notre pays.

Elle regroupe plus de 400 membres, dont environ 330 sociétés de gestion, qui gèrent 90% des encours sous gestion en France. Le montant de ces encours s'élève à 5 000 milliards d'euros, montant le plus élevé des Etats membres de l'Union européenne.

L'AFG soutient le développement de la gestion d'actifs française au bénéfice des épargnants, des investisseurs et des entreprises. L'AFG s'investit pour une réglementation stable, efficace et compétitive, avec un engagement fort : permettre aux épargnants de financer leurs projets de vie tout en mobilisant l'épargne privée vers les entreprises qui se transforment.

AFG

17 Square Edouard VII,
75009 Paris

Avenue des Arts 56,
1000 Bruxelles

www.afg.asso.fr

