

**Consultation publique de l'AMF relative aux conditions de mise en œuvre
des mécanismes de plafonnement des rachats dans les OPCVM et FIA**

1. Objectifs et modalités pratiques de cette consultation

1.1. Objectifs

A compter de l'entrée en vigueur du projet de loi relatif à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, adopté par l'Assemblée nationale le 8 novembre 2016, la possibilité de mettre en place des mécanismes de plafonnement des rachats de parts ou actions (ou « *gates* »), actuellement offerte aux fonds de fonds alternatifs, aux fonds professionnels à vocation générale et aux OPCV, sera étendue à d'autres fonds de type ouvert. Selon ces termes, il revient au règlement général de l'AMF de déterminer les cas et conditions dans lesquels les documents constitutifs du fonds peuvent prévoir que les rachats seront plafonnés à titre provisoire quand des circonstances exceptionnelles l'exigent et si l'intérêt des porteurs ou du public le commande.

L'AMF lance une consultation publique sur les projets de textes réglementaires et d'instruction relatifs à ces mécanismes, afin de recueillir l'avis des parties intéressées. Les participants sont invités à répondre et à apporter leurs commentaires sur ces projets.

1.2. A qui s'adresse cette consultation ?

Cette consultation est destinée aux :

- investisseurs et leurs représentants
- sociétés de gestion de portefeuille
- distributeurs (conseillers en investissements financiers, réseaux bancaires, etc.)
- associations professionnelles
- associations de consommateurs
- cabinets d'avocats, en particulier ceux intervenant auprès de l'industrie financière.

1.3. Modalités et délai de réponse

Cette consultation prendra fin le **vendredi 30 décembre 2016**. Les participants sont invités à envoyer leurs réponses et commentaires à l'adresse suivante : directiondelacommunication@amf-france.org

2. Contexte de la consultation

Afin de permettre aux OPCVM de prévoir des *gates* en cas de crise de liquidité, le projet de loi relatif à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique crée un nouvel alinéa complétant les articles L. 214-7-4 (relatif aux SICAV) et L. 214-8-7 (relatif aux FCP) du code monétaire et financier¹, qui dispose :

Pour les SICAV : « (...) // [le règlement général de l'AMF] prévoit également les cas et les conditions dans lesquels les statuts de la SICAV peuvent prévoir que le rachat d'actions est plafonné à titre provisoire quand des circonstances exceptionnelles l'exigent et si l'intérêt des actionnaires ou du public le commande » ;

Et

Pour les FCP : « (...) // [le règlement général de l'AMF] prévoit également les cas et les conditions dans lesquels le règlement du fonds peut prévoir que le rachat de parts est plafonné

¹ Pour rappel, ces articles donnent déjà compétence au règlement général de l'AMF pour fixer les autres cas et conditions dans lesquels les statuts ou le règlement de l'OPCVM prévoient, le cas échéant, que l'émission des parts ou actions est interrompue de façon provisoire ou définitive.

à titre provisoire quand des circonstances exceptionnelles l'exigent et si l'intérêt des porteurs de parts ou du public le commande ».

De nouveaux alinéas rédigés en des termes identiques complètent également :

- les articles L. 214-24-33 (SICAV) et L. 214-24-41 (FCP) du code monétaire et financier applicables aux fonds d'investissement à vocation générale (FIVG) et, par renvoi, aux fonds de capital investissement (FCPR, FCPI et FIP), aux fonds professionnels de capital investissement et aux fonds d'épargne salariale ; ainsi que
- les articles L. 214-67-1 (SPPICAV) et L. 214-77 (fonds de placement immobilier) du code monétaire et financier applicables aux OPCI et, par renvoi, aux organismes professionnels de placement collectif immobilier (OPCI professionnels).

3. Propositions soumises à consultation

La présente consultation publique porte essentiellement sur les conditions de mise en œuvre des mécanismes de plafonnement des rachats dans les OPCVM, les FIVG, les fonds de capital investissement (FCPR, FCPI et FIP), les fonds professionnels de capital investissement et les fonds d'épargne salariale, telles que détaillées au sein de deux nouveaux articles du règlement général de l'AMF et dans une instruction spécifique (3.1).

Il est également proposé de modifier les conditions de mise en œuvre des mécanismes de plafonnement des rachats dans les OPCI (3.2).

3.1. Conditions de mise en œuvre des mécanismes de plafonnement des rachats dans les OPCVM, les FIVG, les fonds de capital investissement (FCPR, FCPI et FIP), les fonds professionnels de capital investissement et les fonds d'épargne salariale

En application des dispositions susvisées, il revient au règlement général de l'AMF de déterminer les cas et conditions dans lesquels les sociétés de gestion peuvent introduire et utiliser les mécanismes de plafonnement des rachats. Il est proposé que le règlement général de l'AMF renvoie pour les modalités pratiques à une instruction de l'AMF.

Suivant les termes du projet soumis à consultation, le règlement général de l'AMF :

- précise quelle(s) situation(s) caractérise(nt) les « *circonstances exceptionnelles* » qui permettent l'activation du mécanisme, via une énumération non limitative ;

Sont ainsi visées au premier chef les situations dans lesquelles, indépendamment de la mise en œuvre courante de la stratégie de gestion, les demandes de rachat sont telles qu'au regard des conditions de liquidité de l'actif de la SICAV, du fonds, ou de l'un de ses compartiments, elles ne pourraient être honorées dans des conditions préservant l'intérêt des porteurs et leur équité de traitement. Il faut donc à la fois des conditions de liquidité inhabituelles à l'actif du fonds et des demandes de rachat importantes ;

- impose le principe du plafonnement des demandes de rachat dans les mêmes proportions pour tous les porteurs ;
- interdit d'accorder tout droit de priorité aux ordres plafonnés qui seraient présentés à nouveau aux valeurs liquidatives suivantes ;
- impose aux sociétés de gestion, qui décident d'activer la *gate*, d'informer l'AMF et les porteurs.

Tel que proposé, le projet ne prévoit pas d'obligation pour la société de gestion d'informer le public (les souscripteurs potentiels) du fait qu'elle a décidé de plafonner provisoirement les rachats d'un fonds en particulier.

- **Pensez-vous qu'il serait souhaitable que le public soit informé de l'activation du mécanisme, et le cas échéant, selon quelles modalités (en temps réel, *a posteriori*, à l'occasion d'une information annuelle) ?**

Sans fixer le seuil pertinent de déclenchement de la *gate*, le règlement général de l'AMF en définirait les critères et les éléments de calculs.

S'agissant des modalités de mise en œuvre du mécanisme et en particulier celles selon lesquelles les ordres de rachat non servis seront traités par la suite, le règlement général de l'AMF indiquerait que celles-ci seront précisément déterminées et détaillées dans le règlement ou les statuts. Pour les fonds à valeur liquidative très fréquente (plus d'une fois par semaine) le report automatique et l'irrévocabilité des ordres plafonnés s'imposeraient.

Le règlement général de l'AMF devrait aussi obliger les sociétés de gestion à déterminer *a priori* une durée maximale d'utilisation de la *gate*.

Suivant les termes du projet soumis à consultation, l'instruction :

- précise l'obligation d'information, tant vis-à-vis des porteurs que de l'AMF, à la charge des sociétés de gestion (i) au moment où celles-ci décident d'introduire un tel mécanisme dans leurs fonds et (ii) lorsqu'elles activent le mécanisme de plafonnement ;
- donne quelques indications sur les niveaux de seuils pertinents au regard de la fréquence de la valeur liquidative ;
- précise les modalités possibles de traitement des ordres ;
- définit les durées maximales d'utilisation des *gates* en fonction des fréquences de valeur liquidative.

3.2. Conditions de mise en œuvre des mécanismes de plafonnement des rachats dans les OPCI et OPCI professionnels

Les OPCI et les organismes professionnels de placement collectif immobilier (OPCI professionnels) connaissent déjà des mécanismes de plafonnement des rachats prévus aux articles 422-134² et 422-134-1³ du règlement général de l'AMF.

Sans remettre en cause le mécanisme existant, et à des fins de clarification, il est proposé de modifier les dispositions de l'article 422-134-1 comme suit :

« En application des articles L. 214-61-1, L. 214-67-1 ou L. 214-77 du code monétaire et financier, les demandes de rachats peuvent être plafonnées lorsque les statuts ou le règlement de l'OPCI le prévoient. Les statuts ou le règlement et le prospectus de l'OPCI indiquent :

² Art. 422-134 du RG AMF : « Le rachat des parts du porteur mentionné à l'article L. 214-45 du code monétaire et financier peut être suspendu lorsque les statuts ou le règlement de l'OPCI le prévoient et que la demande de rachat excède 2 % du nombre de parts ou actions de l'OPCI. Dans ce cas, le prospectus de l'OPCI indique :

1° Les conditions objectives justifiant la non-exécution des demandes de rachat du porteur ; / 2° La possibilité et les conditions permettant à la société de gestion de portefeuille de fractionner l'exécution de la demande de rachat ; / 3° Les conditions d'information du porteur. »

³ Art. 422-134-1 du RG AMF : « Le rachat des parts du porteur mentionné à l'article L. 214-61-1 du code monétaire et financier peut être suspendu lorsque les statuts ou le règlement de l'OPCI le prévoient. Dans ce cas, le prospectus de l'OPCI indique :

1° Les conditions dans lesquelles l'OPCI peut avoir recours à cette faculté ; / 2° Les modalités de mise en œuvre de cette faculté ; / 3° Les modalités d'information des porteurs lorsque les rachats de parts ou actions sont suspendus. »

- 1°) les conditions dans lesquelles l'OPCI peut avoir recours à cette faculté ;
- 2°) les modalités de mise en œuvre de cette faculté ;
- 3°) les modalités d'information des porteurs.

Les modalités d'application du présent article sont définies dans une instruction de l'AMF. »

La nouvelle disposition serait applicable aux OPCI professionnels en vertu de l'article 423-12 du règlement général de l'AMF.

Par ailleurs, compte tenu de la spécificité des actifs immobiliers, s'il est opportun de limiter l'ampleur des rachats, il convient toutefois que le niveau de limitation demeure approprié aux investisseurs non professionnels.

Dans ce cadre, l'AMF souhaite modifier sa doctrine sur les conditions d'application de ce mécanisme, telle qu'exposée dans la Position-recommandation AMF DOC 2011-25⁴, en y indiquant que :

« Pour les OPCI commercialisés auprès d'investisseurs non professionnels, les seuils de plafonnement des rachats doivent permettre aux porteurs d'être remboursés jusqu'à 5% de l'actif net du fonds tous les mois et les demandes de rachat doivent être exécutées au maximum dans un délai d'un an. »

L'avis des personnes intéressées est sollicité sur les projets ci-après.

⁴ Position-recommandation AMF DOC 2011-25 – Guide de suivi des OPC. §1.4 – Diligences à mener en cas de mise en place de « gates » dans les OPC, les OPC professionnels, les fonds professionnels à vocation générale et les fonds de fonds alternatifs.

Annexe 1 – Nouveaux articles du règlement général de l'AMF

1. OPCVM

Au sein de la « Sous-section 1 - Conditions de souscription et de rachat » de la « Section 2 - Régime général » du Chapitre unique du Titre I du Livre IV du règlement général de l'AMF, il est proposé d'introduire un nouvel article 411-20-1, rédigé comme suit :

Article 411-20-1

« En application du dernier alinéa de l'article L. 214-7-4 et du dernier alinéa de l'article L. 214-8-7 du code monétaire et financier, l'OPCVM peut prévoir que le rachat de parts ou actions est plafonné à titre provisoire quand des circonstances exceptionnelles l'exigent et si l'intérêt des porteurs ou du public le commande. Il en est ainsi notamment lorsque, indépendamment de la mise en œuvre courante de la stratégie de gestion, les demandes de rachat sont telles qu'au regard des conditions de liquidité de l'actif de la SICAV, du fonds, ou de l'un de ses compartiments, elles ne pourraient être honorées dans des conditions préservant l'intérêt des porteurs et assurant un traitement équitable à ceux-ci ou lorsque les demandes de rachat se présentent dans des circonstances portant atteinte à l'intégrité du marché.

Les demandes de rachat sont alors plafonnées dans les mêmes proportions pour tous les porteurs concernés. Les demandes non traitées et représentées à une prochaine date de centralisation ne bénéficient d'aucune priorité sur les nouvelles demandes présentées à ladite date de centralisation.

La société de gestion informe l'AMF et les porteurs de la décision de plafonner les rachats.

Le règlement du FCP ou les statuts de la SICAV définissent précisément les conditions d'application de ce plafonnement, et notamment :

- 1) *Ils fixent le seuil au-delà duquel le plafonnement des rachats intervenant à une même date de centralisation peut être décidé ;*

Ce seuil doit être justifié au regard de la périodicité de calcul de la valeur liquidative, de l'orientation de la gestion et de la liquidité des actifs détenus par l'OPCVM ; il correspond au rapport entre :

- *la différence constatée, à une même date de centralisation, entre le montant ou le nombre de parts ou actions de l'OPCVM dont le rachat est demandé, et le montant ou le nombre de parts ou actions de ce même OPCVM dont la souscription est demandée ; et*
- *l'actif net ou le nombre total de parts ou actions de l'OPCVM ou du compartiment considéré.*

Ce seuil est déterminé sur la base de la dernière valeur liquidative publiée ou de la dernière valeur estimative calculée par la société de gestion ou du nombre de parts ou actions en circulation constaté à sa date d'établissement.

- 2) *Ils indiquent, par dérogation à l'article 411-68, les modalités selon lesquelles l'OPCVM reporte la part des demandes de rachat qui n'aura pas été exécutée à la prochaine date de centralisation ou procède à leur annulation. Toutefois, lorsque l'OPCVM établit sa valeur liquidative plus d'une fois par semaine, la part des demandes de rachat qui n'aura pas été exécutée est automatiquement reportée sur la prochaine date de centralisation, et l'ordre y afférant est irrévocable ;*
- 3) *Ils limitent le plafonnement des rachats à un nombre maximal d'établissement de valeurs liquidatives sur une période donnée.*

Les modalités d'application du présent article sont définies dans une instruction de l'AMF. »

2. FIVG, fonds de capital investissement ouverts aux non professionnels et fonds d'épargne salariale

Au sein du « *Paragraphe 1 – Conditions de souscription et de rachat* » de la « *sous-section 2 : Régime général* » de la « *Section 1 : FIVG* » du « *Chapitre II : fonds ouverts à des investisseurs non professionnels* » du Titre II du Livre IV du règlement général de l'AMF, il est proposé d'introduire un nouvel article 422-21-1, rédigé comme suit :

Article 422-21-1

« En application du dernier alinéa de L. 214-24-33 et du dernier alinéa de l'article L. 214-24-41 du code monétaire et financier, le fonds d'investissement à vocation générale peut prévoir que le rachat de parts ou actions est plafonné à titre provisoire quand des circonstances exceptionnelles l'exigent et si l'intérêt des actionnaires, des porteurs de parts ou du public le commande. Il en est ainsi notamment lorsque, indépendamment de la mise en œuvre courante de la stratégie de gestion, les demandes de rachat sont telles qu'au regard des conditions de liquidité de l'actif de la SICAV, du fonds, ou de l'un de ses compartiments, elles ne pourraient être honorées dans des conditions préservant l'intérêt des porteurs et assurant un traitement équitable à ceux-ci ou lorsque les demandes de rachat se présentent dans des circonstances portant atteinte à l'intégrité du marché.

Les demandes de rachat sont alors plafonnées dans les mêmes proportions pour tous les porteurs concernés. Les demandes non traitées et représentées à une prochaine date de centralisation ne bénéficient d'aucune priorité sur les nouvelles demandes présentées à ladite date de centralisation.

La société de gestion informe l'AMF et les porteurs de la décision de plafonner les rachats.

Le règlement du FCP ou les statuts de la SICAV définissent précisément les conditions d'application de ce plafonnement, et notamment :

- 1) *Ils fixent le seuil au-delà duquel le plafonnement des rachats intervenant à une même date de centralisation peut être décidé ;*

Ce seuil doit être justifié au regard de la périodicité de calcul de la valeur liquidative, de l'orientation de la gestion et de la liquidité des actifs détenus par le fonds ; il correspond au rapport entre :

- *la différence constatée, à une même date de centralisation, entre le montant ou le nombre de parts ou actions du fonds dont le rachat est demandé, et le montant ou le nombre de parts ou actions de ce même fonds dont la souscription est demandée ; et*
- *l'actif net ou le nombre total de parts ou actions du fonds ou du compartiment considéré.*

Ce seuil est déterminé sur la base de la dernière valeur liquidative publiée ou de la dernière valeur estimative calculée par la société de gestion ou du nombre de parts ou actions en circulation constaté à sa date d'établissement.

- 2) *Ils indiquent, par dérogation à l'article 422-46, les modalités selon lesquelles le fonds reporte la part des demandes de rachat qui n'aura pas été exécutée à la prochaine date de centralisation ou procède à leur annulation. Toutefois, lorsque le fonds établit sa valeur liquidative plus d'une fois par semaine, alors la part des demandes de rachat qui*

n'aura pas été exécutée est automatiquement reportée sur la prochaine date de centralisation, et l'ordre y afférant est irrévocable ;

- 3) *Ils limitent le plafonnement des rachats à un nombre maximal d'établissement de valeurs liquidatives sur une période donnée.*

Les modalités d'application du présent article sont définies dans une instruction de l'AMF. »

3. Fonds de fonds alternatifs et fonds professionnels à vocation générale (FPVG)

S'agissant des fonds de fonds alternatifs

Il est proposé d'indiquer expressément que le nouvel article 422-21-1 ne s'applique pas aux fonds de fonds alternatifs, en modifiant l'article 422-250 du règlement général de l'AMF comme suit :

Article 422-250

*« Sauf dispositions contraires, le chapitre 1er du présent titre et la section 1 du présent chapitre s'appliquent aux fonds de fonds alternatifs relevant de l'article L. 214-139 du code monétaire et financier, à l'exception des ~~articles~~ **422-21-1**, 422-83 et des deuxième et troisième alinéas de l'article 422-81. [...] »*

S'agissant des FPVG

Il est proposé d'indiquer expressément que le nouvel article 422-21-1 ne s'applique pas aux FPVG, en modifiant l'article 423-1 du règlement général de l'AMF comme suit :

Article 423-1

*« Sauf dispositions contraires, le chapitre 1er et la section 1 du chapitre II du présent titre s'appliquent aux fonds professionnels à vocation générale relevant de l'article L. 214-143 du code monétaire et financier, à l'exception des ~~articles~~ **422-21-1**, 422-83 et des deuxième et troisième alinéas de l'article 422-81. [...] ».*

4. Fonds professionnels de capital investissement

En l'absence de renvoi à la « Section 1 : FIVG » du « Chapitre II : fonds ouverts à des investisseurs non professionnels » du Titre II du Livre IV du règlement général de l'AMF, il est proposé d'indiquer expressément que le nouvel article 422-21-1 s'applique aux fonds professionnels de capital investissement.

Après l'article 423-54 du règlement général de l'AMF, il pourrait être inséré un article 423-55 :

Article 423-55

« L'article 422-21-1 est applicable. »

5. OPC I et OP P C I

Il est proposé de modifier les dispositions de l'article 422-134-1 comme suit :

Article 422-134-1

*« **En application des articles L. 214-61-1, L. 214-67-1 ou L. 214-77 du code monétaire et financier, les demandes de rachat peuvent être plafonnées** lorsque les statuts ou le règlement de l'OPCI le prévoient. **Les statuts ou le règlement et** le prospectus de l'OPCI indiquent :*

- 1°) les conditions dans lesquelles l'OPCI peut avoir recours à cette faculté ;*
- 2°) les modalités de mise en œuvre de cette faculté ;*
- 3°) les modalités d'information des porteurs.*

Les modalités d'application du présent article sont définies dans une instruction de l'AMF. »

Annexe 2 - Instruction AMF DOC-2016-XX

Modalités de mise en place des mécanismes de plafonnement des rachats ou « *gates* »

Texte de référence : articles L. 214-7-4, L. 214-8-7, L. 214-24-33 et L. 214-24-41 du code monétaire et financier et articles 411-20-1 et 422-21-1 du règlement général de l'AMF

La présente instruction s'applique aux sociétés de gestion qui gèrent un OPCVM, un fonds d'investissement à vocation générale (FIVG), un fonds de capital investissement (FCPR, FCPI et FIP), un fonds professionnel de capital investissement ou un fonds d'épargne salariale, lorsqu'elles envisagent de mettre en place un mécanisme de plafonnement des rachats (ou « *gates* »).

Elle complète les instructions AMF DOC-2011-19, DOC-2011-20, DOC-2011-21 et DOC-2012-06.

Elle ne s'applique pas aux fonds de fonds alternatifs, aux fonds professionnels à vocation générale, aux fonds professionnels spécialisés, aux OPCI et aux OPCI professionnels⁵.

La mise en place de *gates* permet d'étaler les mouvements de rachats sur plusieurs valeurs liquidatives dès lors qu'ils excèdent un certain niveau, déterminé de façon objective.

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

Si le plafonnement des rachats ne doit pas être conçu comme un mécanisme de gestion courante de la liquidité, il doit permettre de prévenir la suspension totale des rachats de parts prévue au premier alinéa des articles L. 214-7-4, L. 214-24-33, et L. 214-67-1 du code monétaire et financier.

1. *Description du mécanisme de plafonnement des rachats dans le prospectus*

Le fonctionnement des *gates* doit être décrit de façon précise dans le prospectus (notamment dans le règlement ou les statuts) et, le cas échéant, le DICI des organismes de placement collectif concernés.

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

L'introduction ou la modification de *gates* dans le règlement et les statuts d'un organisme de placement collectif doivent être **agrées par l'AMF puis faire l'objet d'une information particulière aux porteurs qui peuvent sortir de l'organisme de placement collectif sans frais.**

⁵ Voir Position-Recommandation AMF – Guide de suivi des OPC – DOC-2011-25 §1.4 Diligences à mener en cas de mise en place de « *gates* » dans les OPCI, les OPCI professionnels, les fonds professionnels à vocation générale et les fonds de fonds alternatifs.

3. Seuil au-delà duquel le plafonnement des rachats peut être activé

a) Définition du seuil dans les statuts ou le règlement de l'organisme de placement collectif

Le seuil au-delà duquel les *gates* peuvent être activées doit être justifié au regard de la périodicité de calcul de la valeur liquidative, de l'orientation de la gestion et de la liquidité des actifs détenus par l'organisme de placement collectif. Son niveau ne doit pas être de nature à remettre en cause la possibilité pour un porteur de racheter ses parts ou actions dans les conditions normales de marché.

Pour un organisme de placement collectif dont la valeur liquidative est établie mensuellement, cette condition est réputée respectée pour un seuil fixé à 20% de son actif net. Une *gate* à hauteur de 0,5% sur chaque valeur liquidative quotidienne ne permettrait plus au porteur de racheter ses parts ou actions.

A titre indicatif, le tableau suivant donne les niveaux de seuils d'activation réputés compatibles avec cette exigence :

Fréquence de la valeur liquidative	Seuil de plafonnement (en pourcentage de la valeur liquidative)
Quotidienne	5%
Hebdomadaire	10%
Bimensuelle	15%
Mensuelle	20%

b) Calcul effectif du seuil en cas de plafonnement des rachats

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

- la différence constatée, à une même date de centralisation, entre le montant ou le nombre de parts ou actions de l'organisme de placement collectif dont le rachat est demandé, et le montant ou le nombre de parts ou actions de ce même organisme de placement collectif dont la souscription est demandée ; et
- l'actif net ou le nombre total de parts ou actions de l'organisme de placement collectif ou du compartiment considéré.

Le niveau des ordres qui ne seront pas exécutés doit être déterminé immédiatement à l'issue de la date de centralisation, de manière à informer les porteurs de parts ou actionnaires concernés dans les meilleurs délais et surtout de leur permettre de pouvoir révoquer, s'ils le souhaitent et lorsque cela est prévu par le règlement ou les statuts, un ordre pour la fraction qui ne sera pas exécutée et dans le respect des préavis.

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

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

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

de rachat fractionné alors qu'un ordre de souscription d'un montant équivalent neutralise l'impact de cet ordre de rachat sur l'organisme de placement collectif.

4. Déclenchement des *gates* et information de l'AMF

Le déclenchement ou non du mécanisme des *gates* prévu dans le prospectus est de la responsabilité de la société de gestion. Pour prendre cette décision, elle doit justifier que « *des circonstances exceptionnelles l'exigent et [que] l'intérêt des [porteurs ou actionnaires] ou du public le commande* ». Le règlement général de l'AMF précise qu'« *il en est ainsi notamment lorsque, indépendamment de la mise en œuvre courante de la stratégie de gestion, les demandes de rachat sont telles qu'au regard des conditions de liquidité de l'actif de la SICAV, du fonds, ou de l'un de ses compartiments, elles ne pourraient être honorées dans des conditions préservant l'intérêt des porteurs et assurant un traitement équitable à ceux-ci, ou lorsque les demandes de rachat se présentent dans des circonstances portant atteinte à l'intégrité du marché* ».

Lorsque les demandes de rachat excèdent le seuil de déclenchement fixé dans le règlement ou les statuts, la société de gestion peut décider d'honorer les demandes de rachats au-delà du plafonnement prévu et donc exécuter partiellement des ordres qui pourraient être bloqués. Par exemple, si les demandes de rachat sur un organisme de placement collectif sont de 15% alors que le seuil d'activation du mécanisme de plafonnement des rachats est fixé à 10% des actifs nets, la société de gestion peut décider d'honorer les demandes de rachat jusqu'à 12,5% des actifs nets (et donc exécuter 83,3% des demandes de rachat au lieu des 2/3 si elle appliquait strictement le plafonnement à 10%).

La décision et les conditions d'activation (ou de non activation lorsque le seuil défini dans le règlement et les statuts est atteint) **doivent être documentées** par la société de gestion et ces documents être tenus à la disposition de l'AMF. En particulier, lors de la l'activation d'une *gate*, la société de gestion doit justifier de son appréciation des conditions de marché à l'origine de sa décision.

Par ailleurs, les *gates* ne doivent pas être « négociables » par porteur ou par actionnaire sur une même valeur liquidative. La société de gestion doit mettre en œuvre les *gates* dans le respect du principe d'équité de traitement entre porteurs et éviter les risques de conflit d'intérêts. Sur ce point aussi, la société de gestion doit pouvoir justifier les termes de sa décision.

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

5. Information des porteurs lors du plafonnement des rachats.

Les porteurs dont une fraction de l'ordre n'a pas été exécutée doivent en être **informés de manière particulière** et dans les plus brefs délais, afin de leur permettre de révoquer ou de confirmer le solde de leur ordre sur la valeur liquidative suivante, lorsque le règlement ou les statuts de l'organisme de placement collectif prévoient la révocabilité des ordres.

Le déclenchement d'un plafonnement des rachats doit faire l'objet d'une information **de tous les porteurs de parts ou actionnaires par tout autre moyen**.

6. Durée maximale d'application des *gates*

Le plafonnement des rachats ne peut être introduit qu'« *à titre provisoire* ». S'il se prolongeait, alors la société de gestion devrait s'interroger sur l'opportunité de suspendre totalement les rachats ou de liquider l'organisme de placement collectif.

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

Le règlement ou les statuts de l'organisme de placement collectif doivent donc prévoir la durée maximale durant laquelle l'organisme de placement collectif peut plafonner les demandes de rachats. Cette durée, exprimée en nombre de valeurs liquidatives (VL) pour lesquelles un plafonnement des rachats peut être appliqué, ne devra pas dépasser le nombre de VL défini dans le tableau suivant en fonction de la fréquence de la valeur liquidative de l'organisme de placement collectif :

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

7. *Traitement et report des ordres non exécutés*

Les ordres dépassant le seuil fixé pour le plafonnement peuvent ne pas être exécutés. Les règles de réduction des ordres doivent assurer un traitement équitable des porteurs sortants.

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

Les modalités de traitement et de report des ordres prévues par la société de gestion devront respecter les conditions suivantes :

- Les ordres de rachats doivent être exécutés dans les mêmes proportions pour tous les porteurs ayant demandé un rachat depuis la dernière date de centralisation ;
- Les ordres de rachats non exécutés sont annulés ou automatiquement reportés sur la prochaine valeur liquidative ou, dans les conditions prévues dans le règlement ou les statuts, révoqués par les porteurs concernés. L'annulation et la révocation ne sont pas possibles lorsque l'établissement de la valeur liquidative est établie plus d'une fois par semaine ;
- Les ordres reportés ne sont pas prioritaires sur les nouveaux ordres de rachat passés pour exécution sur cette valeur liquidative. Si le fractionnement des rachats est à nouveau activé sur cette valeur liquidative, ils sont donc fractionnés dans les mêmes conditions que les nouveaux ordres. Ce principe permet d'éviter que des porteurs souhaitant sortir de l'organisme de placement collectif ne soient pénalisés par l'existence d'ordres de rachat passés antérieurement par d'autres porteurs. Il réduit également le risque que les porteurs ne soient incités à anticiper leurs ordres de rachat pour « prendre date ».

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

8. *Annulation des ordres ex post et information sur le niveau des ordres.*

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