



N° 4596-12/Div

AMF
directiondelacommutation@amf-france.org

Paris, 30 décembre 2016

Réponse de l'AFG à la consultation publique de l'AMF relative aux conditions de mise en œuvre des mécanismes de plafonnement des rachats dans les OPCVM et FIA

L'AFG remercie l'AMF pour l'opportunité de commenter la consultation publique relative aux conditions de mise en œuvre des mécanismes de plafonnement des rachats dans les OPCVM et FIA. L'introduction de ce mécanisme en France représente une évolution positive pour notre dispositif réglementaire. Cela permettra, pour ceux qui auront décidé de le mettre en place dans leurs fonds, de disposer d'un outil supplémentaire de protection pour les investisseurs en donnant la possibilité de mieux gérer des degrés différents de dégradation de la liquidité des marchés sous-jacents.

Dans le cadre des travaux de l'AFG concernant la gestion de la liquidité et pour la compétitivité du cadre réglementaire français, l'AFG avait souhaité la possibilité pour les fonds ouverts de droit français de mettre de place des *gates* (plafonnements de rachats). En effet, cette possibilité existe déjà pour les fonds de droit luxembourgeois et ce type de dispositif est compatible avec la Directive OPCVM. Le groupe « FROG » de l'AMF et de l'AFG avait d'ailleurs en conséquence appelé de ses vœux cette adaptation réglementaire.

Faisant suite aux modifications législatives introduites par la loi « Sapin II » publiée le 10 décembre 2016 ouvrant le droit à certaines catégories de fonds à plafonner les rachats, la présente consultation de l'AMF précise les modalités de mise en œuvre du plafonnement. Ces modalités sont très contraignantes pour les sociétés de gestion souhaitant utiliser l'outil de plafonnement dans les fonds de droit français, alors que ces règles n'ont pas d'équivalent dans les véhicules de droit luxembourgeois. Tout durcissement par rapport à ce qui est décrit dans la consultation mettrait en danger l'objectif de mise en place des mécanismes protecteurs des investisseurs et respectant l'impératif de compétitivité européenne et internationale des fonds de droit français.

Plus précisément, concernant les points abordés dans la consultation de l'AMF, voici les remarques de l'AFG :

Sommaire

1. Périmètre 2
2. Non priorité des demandes de rachats plafonnés 2
3. Circonstances exceptionnelles 2
4. L'information au public en cas de déclenchement de gate 3
5. Conditions particulières dans le cadre des gates pour les OPCI 3
6. Quelques propositions de clarification de rédaction 4

1. Périmètre

Le périmètre des modalités pratiques vise **uniquement le nouveau régime** de plafonnement introduit par la loi Sapin II pour les fonds ouverts qui n'avaient pas cette possibilité auparavant et pour lesquels l'industrie avait souhaité cette évolution. Il est tout à fait adéquat de ne pas soumettre les régimes existants (fonds de fonds alternatifs, fonds professionnels à vocation générale et fonds professionnels spécialisés) à ces nouvelles règles.

2. Non priorité des demandes de rachats plafonnés

Concernant la non-priorité des demandes de rachats plafonnés, l'AFG estime la logique du régulateur vertueuse, même si les fonds luxembourgeois ne sont pas soumis aujourd'hui à cette contrainte. En effet, l'objectif de cette mesure est de ne pas favoriser des comportements de prise de rang dans la file, susceptibles de déstabiliser le fonds et ultimement léser les porteurs restants. L'AMF conforte ainsi la même doctrine qu'elle avait établie pour les régimes de plafonnements existants.

3. Circonstances exceptionnelles

La loi « Sapin II » introduit la possibilité de plafonner les rachats à titre provisoire quand les **circonstances exceptionnelles l'exigent et si l'intérêt des porteurs ou du public le commande**. Cette exigence n'existe pas au Luxembourg. Elle permet de s'assurer pour les fonds de droit français que ce n'est en aucun cas un outil de confort pour le gérant, mais bien une solution de protection des investisseurs lorsque des conditions inhabituelles de marché rendent difficile l'exercice de servir les demandes de rachats dans des bonnes conditions préservant d'égalité des porteurs. L'AMF propose à juste titre de préciser dans le RG AMF quels types de situations caractérisent les « circonstances exceptionnelles » permettant l'activation de ce mécanisme, à la différence du cas de la suspension. En effet, le degré de gravité des conditions de marché ne sera bien évidemment pas le même dans les deux cas.

Le plafonnement de rachats est un outil supplémentaire pour la gestion du risque de liquidité. Cet outil s'inscrit dans la continuité de la gestion du véhicule : ce n'est pas une suspension, ni une liquidation.

4. L'information au public en cas de déclenchement de gate

Pour ce qui est de la question de l'AMF concernant **l'information au public** en cas de déclenchement de *gate*, l'AFG propose que cette information figure sur le site web des sociétés de gestion, tout en leur permettant de traiter de manière spécifique les circuits d'information avec leurs propres distributeurs. Le plafonnement de rachats est un outil supplémentaire pour la gestion du risque de liquidité et s'inscrit dans la continuité de la gestion du véhicule. Ce n'est donc pas une suspension, ni une liquidation. Pour que cet outil puisse jouer son rôle protecteur, il faut considérer l'outil de manière à être en mesure d'analyser son impact correcteur (et utilisation à titre temporaire) à sa juste mesure, sans catastrophisme, ni « publicité négative ». Il serait en effet dommageable d'engendrer inutilement des effets accélérateurs et de panique au niveau global de la Place et que l'anticipation d'une hypothétique « publicité négative » constitue au final un frein à la mise en place de ce type de dispositif protecteur dans les véhicules de droit français. Le plafonnement est à utiliser à titre temporaire (avec des fenêtres maximum d'utilisation en fonction de la fréquence de la valeur liquidative). Pour des fonds dont l'horizon de placement recommandé est de 3 ou 5 ans en général, il n'est pas inapproprié de considérer que l'investisseur souscrivant dans le fonds pendant une période de plafonnement aura une très forte probabilité d'avoir un horizon de placement en général bien plus long que la durée de la *gate* (par exemple maximum un mois environ pour une VL quotidienne).

5. Conditions particulières dans le cadre des *gates* pour les OPCI

L'AMF rappelle à juste titre que les OPCI connaissent depuis l'origine un mécanisme de plafonnement des rachats, justifié par la nature de son actif sous-jacent, l'immobilier. Aussi l'AFG se félicite qu'à l'occasion de la loi Sapin II, et notamment avec la nouvelle rédaction proposée de l'article 422-134-1 du RGAMF, ce régime de *gate* en conditions normales soit clarifié.

La loi Sapin II crée un mécanisme complémentaire de plafonnement des rachats, conditionné pour sa part par des conditions exceptionnelles.

A cette occasion, l'AMF souhaite modifier sa doctrine et fixer dans les 2 cas, *gates* en conditions normales et *gates* en conditions exceptionnelles, un seuil de 5% par mois, exécuté dans le délai maximum d'un an.

Sur le périmètre, il conviendrait de préciser plus clairement que cette nouvelle doctrine ne concerne que les OPCI non professionnels.

Sur le seuil, il nous paraîtrait plus adéquat par référence au seuil fixé à l'article 422-134 du RGAMF (gros porteur) ou d'un OPCI grand public existant de définir à titre indicatif un seuil à 2% par VL. Néanmoins, pour éviter qu'une SGP soit tentée de limiter les versements chaque mois pour s'assurer d'être en mesure d'effectuer un nouveau versement le mois suivant, nous suggérons de raisonner par période glissante.

Par ailleurs, et compte tenu de la nature de long terme du produit, de ses caractéristiques éventuellement spécifiques et du type de clientèle à laquelle il est susceptible de s'adresser, il doit être permis à la SGP de fixer des conditions de *gates* moins contraignantes pour la gestion, compatibles avec sa stratégie d'investissement (type location meublée à laquelle est attaché un avantage fiscal qui ne peut être optimisé que par un investissement immobilier maximisé), et ce dès lors que les conditions sont clairement explicitées dans la documentation remise aux prospects.

Dans ce contexte, l'AFGF propose une nouvelle rédaction du nouveau paragraphe devant prendre place dans la doctrine n°2011-25 :

« A titre indicatif, pour les OPCI non professionnels commercialisés auprès d'investisseurs non professionnels, les seuils de plafonnement des rachats doivent permettre aux porteurs d'être

remboursés jusqu'à 4% 5% de l'actif net du fonds, sur 3 mois glissants, ~~tous les mois~~ et les demandes de rachat doivent être exécutées au maximum dans un délai d'un an. »

Enfin, l'instruction 2011-23 devrait être complétée de manière à couvrir les hypothèses de gates, en cas de circonstances exceptionnelles. Par définition, l'instruction actuelle ne fait référence qu'aux gates en conditions normales.

6. Quelques propositions de clarification de rédaction :

- **Page 5 :** « Les demandes de rachat sont alors plafonnées dans les mêmes proportions pour tous les porteurs concernés. La part des demandes non exécutée et non révoquée ne bénéficie d'aucune priorité aux dates de centralisation suivantes sur les nouvelles demandes présentées aux dites dates de centralisation. »
- **Page 5 :** « Ce seuil doit être cohérent avec la périodicité de calcul de la valeur liquidative, de l'orientation de la gestion et de la liquidité des actifs détenus par l'OPCVM ; »
- **Page 5 :** La situation des SICAV pourrait être clarifiée. Il serait en effet préférable de préciser que la décision de plafonner revient à la SGP et non pas au Conseil d'administration. En effet pour la décision de suspension la décision revient au CA de la SICAV, précision qui est reprise dans les statuts type de l'instruction 2011-19

Proposition de rédaction du RGAMF :

« la société de gestion ou la SICAV lorsque cette dernière n'a pas délégué sa gestion à une société de gestion, informe l'AMF et les porteurs de parts de sa ~~la~~ décision de plafonner les rachats »

Proposition d'ajout dans les statuts type (article 8 de l'annexe 16 instruction 2011-19) :

« En application de l'article L. 214-7-4 du code monétaire et financier, le rachat par la société de ses actions, comme l'émission d'actions nouvelles, peuvent être suspendus, à titre provisoire, par le conseil d'administration ou le directoire, quand des circonstances exceptionnelles l'exigent et si l'intérêt des actionnaires le commande.

La décision de plafonner les rachats prise en application de l'article L 214-7-4 est prise par la société de gestion lorsque la gestion de la SICAV a été déléguée à une telle entité »

- **Page 8 :** Il est proposé de clarifier qu'il s'agit d'une « mention » au niveau du DICI (on voit difficilement comment trouver la place d'une description complète dans le DICI).

«

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, mentionné dans 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 agréées par l'AMF puis faire l'objet d'une information particulière aux porteurs qui peuvent sortir de l'organisme de placement collectif sans frais. »

- **Page 9 :** « Le seuil au-delà duquel les gates peuvent être activées doit être **cohérent avec** 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 **totalem**ent 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, **ce principe** est réputé respecté 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 **ce principe** :

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

***A noter toutefois que dans certains cas, avec des classes d'actifs particulières par exemple, un seuil quotidien de 2% est également réputé compatible avec ce principe.**»

- **Page 10 :** La fin de ce paragraphe est redondante. Il est beaucoup plus lisible sans cette partie. « Par ailleurs, les gates ne doivent pas être « négociables » par porteur ou par actionnaire sur une même valeur liquidative **car** 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.~~ »

- **Page 10 :** L'AFG estime utile que l'AMF précise que l'information par tout moyen peut par exemple être le rapport annuel. « 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, **comme par exemple dans le rapport annuel.** »

- **Page 11 :** Les investisseurs ne savent pas si leurs ordres, en cumul avec les autres mouvements sur le fonds, seront susceptibles de déclencher une gate. Estimer que des investisseurs risquent de passer des ordres supérieurs à leur souhait en sachant qu'ils seront partiellement exécutés nous paraît hautement hypothétique.
Quelle est la différence entre l'annulation et la révocation ?

« 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 ; »*

Remarque concernant la consultation spécifique du 22 décembre l'AMF concernant **les gates dans le cadre de l'octroi de prêts pour les FPS** : Le décret du 24 novembre dernier permettant aux FPS d'octroyer des prêts prévoit que ces fonds pourront mettre en place des mécanismes de plafonnement permanents des rachats (nouvel article R 214-203-5 III) dans des conditions fixées par le RGAMF (notamment les modalités de report ou d'annulation des ordres). L'AFG souhaite préciser que la réponse ci-présente ne présume pas des éléments de réponse concernant d'éventuelles conditions particulières dans le cadre de l'octroi de prêts qui seront traités dans le cadre de la consultation spécifique susmentionnée.

L'AFG souhaite que l'outil de plafonnement dispose des caractéristiques de mise en œuvre permettant une utilisation optimale dans le cadre de la gestion du risque de liquidité des fonds ouverts. Nous restons à la disposition de l'AMF pour tout élément complémentaire.
