

Les outils de gestion du risque de liquidité dans les fonds ouverts

La gestion du risque de liquidité est une préoccupation majeure pour les gestionnaires d'actifs, notamment dans le contexte de fonds ouverts, pour assurer la liquidité annoncée à l'investisseur dans le respect des principes fondamentaux d'égalité de traitement des porteurs et d'intégrité des marchés.

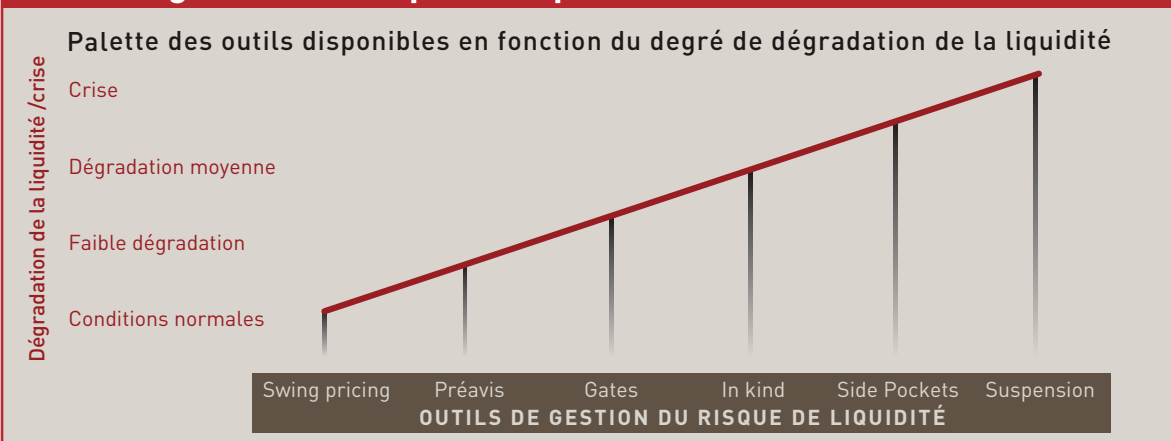
À l'actif, même s'il existe une certaine hiérarchie de la liquidité présumée entre les différentes classes d'actifs, la liquidité n'est par nature pas acquise à l'avance à une classe d'actifs ou à une autre. La liquidité relative des actifs peut varier dans le temps affectant le coût ou le temps de liquidation de la position détenue en portefeuille et peut sporadiquement se réduire voire disparaître en cas de crise grave de liquidité sur un segment donné de marché. La liquidité est une notion dynamique et relative.

La gestion du risque de liquidité suppose l'analyse du degré de liquidité du portefeuille sous gestion au regard du contexte de son passif. Dans l'intérêt

exclusif des porteurs de parts et pour préserver leur égalité de traitement, à conjuguer avec la nécessité de préserver l'intégrité des marchés, il est jugé indispensable aujourd'hui de pouvoir activer des outils de protection en cas de dégradation de la liquidité sur les marchés. Les régulateurs mondiaux ont lancé des travaux dans le but d'inventorier la disponibilité au niveau législatif de ces techniques et outils à la main du gérant.

Il est proposé de répertorier ici les mécanismes suivants ouverts actuellement aux fonds de droit français, OPCVM ou FIA : *swing pricing* et droits d'entrée et de sortie ajustables acquis au fonds, préavis incitatifs et impératifs, mécanisme de plafonnement des rachats (*gates*), rachats en nature (*in kind*), mécanisme de cantonnement (*side pockets*), suspension à titre provisoire des rachats. L'utilisation de ces techniques relève souvent de situations différentes en fonction du degré de dégradation de la liquidité (cf. graphique indicatif ci-dessous).

Outils de gestion du risque de liquidité



1. *Swing pricing* et droits d'entrée et de sortie ajustables acquis au fonds

Ces deux mécanismes permettent de protéger de la même manière les investisseurs présents dans l'organisme de placement collectif des effets négatifs liés aux mouvements de passif engendrés par les investisseurs entrants ou sortants. L'objectif est de réduire, pour les porteurs restant dans le fonds, le coût de réaménagement du portefeuille lié à des souscriptions/rachats.

Dans le cadre du *swing pricing* c'est la valeur liquidative qui est ajustée à la hausse ou à la baisse, alors que pour les droits d'entrée et de sortie ajustables acquis aux fonds, il s'agit d'un ajustement de leurs montants. L'ajustement sera fait à la baisse ou à la hausse en fonction du solde net des mouvements de souscription et de rachat de manière à ce que les coûts soient supportés par les investisseurs à l'origine des mouvements ayant déclenché ces coûts de transaction.

Cette technique peut être appliquée dès le premier euro, mais le plus souvent c'est avec un seuil de déclenchement. Dans ce cas, dit de « *Swing Pricing partiel* », le mécanisme n'est activé que si la variation de passif nette dépasse un seuil prédéterminé et l'application concerne bien sûr la totalité de l'actif. Les seuils à la hausse et à la baisse peuvent différer et être exprimés en montant, en nombre de parts ou en pourcentage de l'actif. L'AFG recommande fortement

aux sociétés de gestion adhérentes de ne pas communiquer de paramètres qui soient assez précis et récents afin d'éviter de réduire l'efficacité de ce dispositif. En particulier, la société de gestion ne devrait pas communiquer (par écrit ou oralement) les niveaux courants des seuils de déclenchement et elle devrait veiller notamment à ce que les circuits d'information internes soient restreints afin de favoriser la préservation du caractère confidentiel de cette information et éviter d'éventuelles manipulations. En revanche, peut faire l'objet d'une information l'ajustement apporté à la valeur liquidative, appelé « facteur de *swing* », exprimé en pourcentage de la valeur liquidative avant application du *Swing Pricing*. Pour assurer flexibilité et sécurité, une procédure doit encadrer les modalités de modification des paramètres d'application. De même, une procédure doit encadrer les éventuels conflits d'intérêts.

Cet outil est un premier rempart contre une baisse limitée de la liquidité constatée dans les marchés sous-jacents. Ce n'est pas un mécanisme permettant de traiter à lui seul des cas d'assèchement sévère de la liquidité. Il permet cependant de conforter l'égalité des porteurs en favorisant l'affectation individuelle des coûts aux entrants ou sortants plutôt que leur mutualisation indiscriminée entre tous les porteurs. D'après des statistiques d'utilisation, la mise en place et l'activation de cet outil améliore la performance à moyen et long terme du véhicule de gestion ayant mis en place un tel mécanisme, en « neutralisant » dans la valeur liquidative les impacts négatifs liés aux entrées / sorties.

2. Préavis

Le principe du délai de préavis imposé aux porteurs qui souhaitent racheter est de permettre au gérant d'obtenir de meilleures conditions pour dégager les liquidités nécessaires au paiement des rachats. La société de gestion peut ainsi disposer d'un laps de temps (fixé dans le prospectus) entre la date de la centralisation de l'ordre et la date de la négociation lui permettant, lorsque nécessaire, pour certaines positions moins facilement liquidables au vu des conditions de

marché au moment du rachat, d'organiser les ordres dans le marché afin de réaliser les actifs aux meilleurs conditions de marché. Il existe deux sortes de préavis : impératif ou incitatif. Le cadre AMF a été complété en avril 2018 afin de permettre aux fonds ouverts d'utiliser non seulement les préavis incitatifs, *i.e.* les demandes de rachat sont soit honorées sans frais après l'application d'une période de préavis, soit sans aucun préavis (mais avec une pénalité en contrepartie), mais aussi les préavis impératifs applicables à tous les investisseurs d'un fonds à valeur liquidative quotidienne dans la limite de 5 jours ouvrés.¹

¹) Pour les valeurs liquidatives quotidiennes, le délai entre la date de centralisation de l'ordre et la date de livraison ou de règlement ne peut excéder dix jours ouvrés, dont cinq jours ouvrés maximum de préavis et cinq jours ouvrés maximum entre la date de l'exécution et celle de la livraison ou du règlement.

3. Mécanismes de plafonnement des rachats (*gates*)

Face à une situation de dégradation des conditions de liquidité des actifs sous-jacents d'un OPC, le mécanisme de plafonnement des rachats (*gates*) permet d'étaler temporairement les demandes de rachats sur plusieurs valeurs liquidatives, dès lors qu'elles excèdent un certain niveau préalablement déterminé.

Ce mécanisme est un outil parmi d'autres pour gérer le risque de liquidité dans l'intérêt exclusif des porteurs, à condition de l'avoir prévu dans les documents constitutifs². En effet, face à une situation de liquidité ne justifiant pas la suspension totale, il peut être davantage dans l'intérêt des porteurs et de l'intégrité des marchés d'échelonner temporairement les demandes de rachat. L'introduction d'une possibilité d'échelonner les rachats ne donne aucune information sur la probabilité d'utilisation de ce mécanisme au cours de la vie du fonds, mais répond avant tout à un souci de prévoyance permettant au gestionnaire de se munir de la palette d'outils la plus adaptée et large possible dans l'objectif de mieux gérer dans l'intérêt exclusif des porteurs.

Les *gates* sont désormais autorisées dans les véhicules ouverts français, soit avec des régimes spécifiques (préexistants à ceux permis par la Loi Sapin II du 9 décembre 2016), soit avec un régime général (Loi Sapin II) requérant l'avè-

nement de circonstances exceptionnelles pour activer le mécanisme. Les modalités de mise en œuvre ont été spécifiées par l'AMF en mars 2017.

En ce qui concerne le régime général, l'AMF demande de la transparence³ sur le fonctionnement du mécanisme de plafonnement des rachats dans les documents constitutifs en précisant le seuil de déclenchement, la durée maximale de l'échelonnement, les modalités de gestion des reliquats des ordres (report ou annulation, au choix du porteur de part ou non).

Plus particulièrement, le plafonnement des rachats ne pouvant être activé qu'à titre temporaire dans les fonds ouverts, la société de gestion doit prévoir une durée maximale d'application de l'échelonnement ; celle-ci doit être justifiée au regard de la périodicité de calcul de la valeur liquidative du fonds, de son orientation de gestion et de la liquidité des actifs et dans tous les cas, ne pas dépasser les durées maximum fixées par l'AMF. L'encadrement de la faculté de plafonner les rachats à l'intérieur d'un délai maximum permet aux fonds français de contrebalancer l'absence de priorité des ordres de rachat en cas de report (afin de ne pas encourager les « prises de rang dans la file » accroissant la pression au passif), en donnant de la visibilité aux investisseurs quant à l'horizon maximum de remboursement. C'est une mesure protectrice pour les investisseurs des fonds de droit français en comparaison des dispositifs existant dans d'autres pays.

4. Rachats en nature (*in kind*)

Le paiement des rachats en nature consiste à remettre aux porteurs sortants des titres et non des liquidités. Ainsi, le fonds transfère aux investisseurs sortants la charge de la cession d'une quote-part du portefeuille global et cela évite les coûts afférents à l'obtention de liquidités sur des marchés moins ou peu liquides. C'est un mécanisme intéressant en ce qu'il offre une option supplémentaire aux porteurs capables de gérer eux-mêmes les titres reçus, mais par conséquent généralement peu adapté aux investisseurs de détail.

Pour les fonds ouverts, le dispositif français a été complété en avril 2018 pour donner la possibilité de procéder, à condition de l'avoir prévu dans les statuts ou règlement du fonds, à des rachats en nature, y compris hors cas de liquidation du fonds. Les investisseurs doivent y consentir :

- seulement les investisseurs concernés s'ils reçoivent une quote-part représentative de l'ensemble des actifs du fonds
- tous les investisseurs en cas contraire.

Le rachat en nature est soumis à un rapport spécifique du commissaire au compte sur l'évaluation des actifs.

² L'agrément de l'AMF est obligatoire pour rajouter la faculté de plafonner les rachats dans un OPC existant.

³ La transparence n'inclut pas la connaissance du passif. En effet, comme dans le cas de l'utilisation de l'outil *swing pricing*, les porteurs ne doivent pas pouvoir être renseignés sur la probabilité de déclenchement d'une *gate*, ce qui implique que la société de gestion « doit observer la plus stricte confidentialité sur le niveau des ordres de souscription et de rachat ». (cf. l'Instruction AMF sur les Modalités de mise en place des mécanismes de plafonnement des rachats ou *gates* - DOC-2017-05)

5. Mécanismes de cantonnement (*side pockets*)

Lorsque certains actifs sont difficiles à évaluer et à céder dans le marché ou sont affectés de sinistralité, il peut s'avérer utile de pouvoir créer une structure de cantonnement, appelée *side pocket*. Le fonds concerné est alors scindé en deux (nouvelles modalités précisées en mars 2020) : d'un côté, les actifs liquides/valorisables qui sont transférés dans un nouveau fonds, de l'autre côté le fonds d'origine qui devient la *side pocket* conservant les actifs illiquides/sinistrés destinés à être vendus ultérieurement au mieux des conditions de marché

et de l'intérêt des porteurs. La partie « liquide » continuera à faire l'objet d'une gestion en situation normale, avec une fréquence de valeur liquidative et des conditions de souscription/rachat inchangées, tandis que la partie « *side pocket* » ne permettra plus ni souscription ni rachat et sera gérée dans une logique purement extinctive.

Cette mesure exceptionnelle permet d'assurer l'égalité des porteurs, car seuls les porteurs existant à la date de la scission se verront affecter une quote-part de la *side pocket* ; qu'ils restent ou qu'ils rachètent leurs parts dans le nouveau fonds, ils la conserveront jusqu'à la réalisation finale des actifs (gestion extinctive).

6. Suspension

La suspension des souscriptions et/ou rachats d'un OPC est un outil à ne manier qu'en cas très exceptionnels, en dernier ressort, au regard de ses conséquences. Ce mécanisme, expressément prévu par la directive OPCVM et étendu par la loi française à tous les fonds ouverts, permet de préserver l'égalité des porteurs dans des situations très difficiles de marché, comme par exemple lorsque la réalisation des actifs est impossible. Ce mécanisme protège également

les souscripteurs éventuels qui risquent de payer un prix estimé non conforme à la réalité en cas d'absence de moyens de valorisation fiable (par exemple, l'absence de cotation effective). Ce fut le cas par exemple lors de la fermeture des marchés actions aux États-Unis après le 11 septembre 2001 qui a justifié la suspension des fonds européens exposés à ces marchés afin d'éviter de traiter sur des estimations de prix très incertaines et en l'absence totale de liquidité sous-jacente en raison de la fermeture des marchés.

→ Le cadre français a été modernisé et offre désormais une large palette d'outils de gestion du risque de liquidité, y compris à la souscription afin de tenir compte de la capacité de déploiement de la stratégie sur les marchés disponibles. En effet, il est possible pour tous les fonds (mention

obligatoire depuis juin 2019 dans le règlement ou les statuts de l'ensemble des fonds) de fermer non seulement totalement mais aussi partiellement les fonds aux souscriptions, ie les porteurs existant peuvent, sous certaines conditions, continuer à souscrire.

La mise à disposition des gestionnaires de l'ensemble de ces outils est essentielle pour gérer l'éventuel décalage de liquidité entre fonds et actifs en portefeuille dans la gestion collective. Il est désormais capital que les investisseurs soient convaincus de l'efficacité de ces outils conçus pour à la fois protéger leur intérêt en préservant l'égalité de traitement mais également assurer la stabilité financière et garantir l'intégrité des marchés.

L'Association Française de la Gestion financière (AFG) représente et promeut les intérêts des professionnels de la gestion pour compte de tiers. Elle réunit tous les acteurs du métier de la gestion d'actifs, qu'elle soit individualisée (mandats) ou collective. Ces derniers gèrent plus de 4 000 milliards d'euros d'actifs, soit un quart du marché de la gestion d'Europe continentale.