

ESMA draft RTS on LMTs

Consultation ouverte jusqu'au 8 octobre 2024

Contexte

- **ESMA doit produire un projet de RTS sur les outils de gestion de la liquidité (LMT) à disposition des AIFM qui gèrent des fonds ouverts**
- **Ce projet doit être soumis à la Commission européenne pour validation avant le 16 avril 2025**
- **Rappel : Les AIFM doivent :**
 - choisir **au moins 2 LMT** appropriés dans la liste de l'annexe V de la directive AIFM (cf. page suivante)
 - mettre en œuvre des **politiques et procédures** pour l'activation et la désactivation des LMT
 - **communiquer** les LMT sélectionnées et les politiques et procédures à leurs autorités nationales
- **Remarques :**
 - Les listes de LMT sont identiques pour les FIA ouverts et les OPCVM
 - Le projet de RTS doit être lu avec le projet de guidelines
 - **ESMA lancera une consultation séparée sur un projet de RTS pour les fonds de dette ouverts**

Pour mémoire : AIFMD2

«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. ~~Cantonements 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.»

Caractéristiques des LMT

- Les AIFM peuvent en plus des 2 LMT choisis sur la liste de l'annexe de la directive utiliser d'**autres outils** mais ces derniers ne seront pas considérés comme des LMT (e.g. « soft closure »)
- En 2023 **IOSCO a publié des guidelines sur les outils anti-dilution** qui imposent le coût de la liquidité sur les investisseurs entrants et sortants :
 - Frais de remboursement/souscriptions
 - Ajustement de la valeur liquidative (swing pricing)
 - Droits d'entrée/de sortie ajustables acquis au fonds (anti dilution levy)
 - Valuation at bid or ask price
 - Régime du double prix

=> ESMA pense que ces caractéristiques doivent être intégrées dans ses RTS et ses guidelines
- Les seules différences entre OPCVM et AIF identifiées par ESMA concernent les caractéristiques des gates et les side pockets

Caractéristiques des LMT

- ESMA considère que la **suspension des souscriptions, des rachats et des remboursements** :
 - **n'est pas l'un des deux LMT que l'AIFM peut sélectionner**
 - peut être utilisé **en complément** de ces 2 LMT
 - ne doit être activée que dans des **circonstances exceptionnelles** et quand justifiée par **l'intérêt des investisseurs**
 - doit s'appliquer **simultanément** aux souscriptions et aux rachats, de manière **temporaire**
 - doit s'accompagner d'un **plan pour le futur du fonds** :
 - Réouverture du fonds, simultanée pour les souscriptions et les rachats
 - Création d'une side pocket
 - Liquidation du fonds
- ESMA considère que les mêmes conditions doivent s'appliquer aux rachats par les investisseurs et aux rachats par le fonds

Questions

Q1. Do you agree with the proposed characteristics of suspension of subscriptions, repurchases and redemptions? If not, please justify your position.

Q2. Do you agree that orders that have been placed but not executed before the fund manager suspends shall not be executed until the suspension is lifted? If not, please explain why these orders shall be executed.

Q3. Once the fund is reopened for subscriptions, repurchases and redemptions, what would be your approach to redemption orders that have not been executed before the fund was suspended?

Q4. Do you think there are circumstances where subscriptions, repurchases and redemptions may not be reopened simultaneously? If yes, what are these circumstances?

Q5. Can you think of any further characteristics of suspension of subscriptions, repurchases and redemptions?

Q6. Do you think there is merit for the characteristics of suspension of subscriptions, repurchases and redemptions gates to differ between different investment strategies and between AIFs and UCITS? If yes, how?

Plafonnement des remboursements (gate)

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

•Un fonds qui applique des gates peut rester **ouvert aux souscriptions**

•Les gates comprennent :

- un **seuil d'activation** déterminé, pour un jour donné, en termes d'ordres de rachats nets, sous forme d'un pourcentage de la NAV du fonds

⇒Le seuil d'activation ne peut pas être déterminé au niveau des ordres de rachats individuels **sauf pour les ELTIF**

⇒Au-dessus du seuil, la gate est déclenchée automatiquement ou sur décision du Board du fonds ou du gestionnaire

❖ Le Board peut décider de **l'exécution totale des ordres** de rachats eu égard à la liquidité du fonds et si elle est dans l'intérêt des investisseurs sortants et restants

❖ Le Board peut décider de satisfaire les demandes de rachats **au-dessus d'un seuil** (i.e. option d'activer la gate à un niveau supérieur)

- Un **niveau exact** de redemption gate en cas d'activation de la gate

•Si la gate est activée, le **même niveau de gate s'applique à tous les investisseurs sortants** en proportion de leurs ordres de rachats

⇒La part non exécutée est : soit renvoyée à la prochaine date, soit annulée à l'initiative des investisseurs

⇒ Le Board doit spécifier à l'avance si la part non exécutée renvoyée à la prochaine date a une priorité ou non sur les ordres de rachat soumis à exécution à la prochaine date

Questions

Q7. Do you agree with the description of redemption gates and their characteristics? If not, please justify your position.

Q8. The draft RTS provides that the redemption gate threshold shall be expressed as a percentage of the NAV of the fund considering the net redemption orders for a given dealing day. Are you aware of any other method that ESMA should consider in the RTS? If yes, please explain.

Q9. Do you agree that redemption gates may be either activated automatically when the activation threshold is exceeded or that the fund manager/ fund Boards may decide whether or not to activate the redemption gate? Do you believe that automatic activation of redemption gates could create a first mover advantage?

Q10. Do you think that the automatic activation of redemption gates shall not be permitted for some types of funds? If yes, please explain your position.

Q11. Do you agree that the activation threshold shall not be expressed at the level of the single redemption order? If not, please justify your position.

Q12. In the case of activation of redemption gates, do you agree that investors should have the right to cancel the non-executed part of their redemption orders? In particular, should there be a different approach between UCITS and AIFs?

Q13. Do you think there is merit in having different characteristics of redemption gates for different investment strategies and between AIFs and UCITS? If yes, how?

Q14. In the case of funds with multiple share classes, do you agree that the same redemption gate shall apply to all share classes? If not, please justify your position.

Q15. Can you think of any further characteristics of redemption gates?

Prolongation des délais de préavis

Prolongation du 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.

- Ne doit pas avoir d'impact sur la fréquence des rachats
- N'inclut pas la période de règlement
- Préavis prolongé = **préavis minimum** prévu dans les règles du fonds + **préavis supplémentaire** avant les prochaines dates de rachats possibles
- Le même allongement **s'applique à tous les investisseurs** et **à toutes les catégories** de parts ou actions
- L'allongement s'applique pour une **période déterminée** (qui peut couvrir plusieurs dates de rachats)

Questions

Q16. Do you agree with the description of extensions of notice period and their characteristics? If not, please justify your position.

Q17. Do you agree that the same extension of notice period shall apply to all investors or different extensions of notice periods per share class/unit shall be allowed? Please justify your position.

Q18. Do you agree that extensions of notice period may be applied for a pre-defined period of time (for a pre-defined number of dealing dates)? If not, please justify your position.

Q19. Do you think there is merit for the characteristics of extensions of notice period to differ between different investment strategies and between AIFs and UCITS? If yes, how?

Q20. How would you execute redemption orders that have been placed but not executed before the notice period is extended? Would you execute them under the original notice period, or would you execute them at the following dealing day?

Q21. How would you ensure fair treatment of investors when deactivating the extension of notice period?

Frais de remboursement

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

- Frais fixes prédéterminés => l'impact des autres souscriptions et rachats sur la NAV du fonds n'est pas pris en compte (# anti dilution levies & swing pricing)
- Imposent aux investisseurs les coûts estimés explicites et implicites causés par les rachats ; déduits des sommes reçues par les investisseurs sortants ; payés au fonds au bénéfice des investisseurs restants
- Exprimés sous la forme d'un % des ordres de rachat ou une fourchette avec un minimum (#0) et un maximum pour prendre en compte que les coûts de transaction peuvent augmenter dans des conditions de marché stressées
- Peuvent être appliqués :
 - quel que soit le montant des ordres de rachats ou
 - seulement lorsque les rachats excèdent un certain seuil, exprimé en % de la NAV du fonds ou un nombre de parts/unités, ou une combinaison des 2
- ESMA produira des guidelines sur la calibration des frais de rachat
- Un fonds peut avoir un ou plusieurs niveaux de frais de rachat (« tiered approach »)

Questions

Q22. Do you agree with the description of redemption fees and the corresponding characteristics? If not, please justify your position.

Q23. Can you think of any other redemption fee mechanism than the ones described above? If yes, please provide examples.

Q24. Do you think there is merit for the characteristics of redemption fees to differ between different investment strategies and between AIFs and UCITS? If yes, how?

Ajustement de la valeur liquidative (swing pricing)

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

- Impose aux investisseurs entrants et sortants les coûts explicites et implicites causés par les souscriptions et rachats ; ainsi que l'estimation de tout impact significatif sur le marché des achats ou ventes nécessaires pour satisfaire ces souscriptions et rachats
- Lorsqu'il est activé, la NAV est ajustée pour intégrer le facteur de swing et la NAV ajustée s'applique à tous les investisseurs (entrants et sortants) et à toutes les catégories de parts ou unités
- Le gestionnaire peut ajuster la NAV à chaque date de transaction pour laquelle il y a une activité nette entre souscriptions et rachats (« full swing ») ou seulement lorsque les rachats ou les souscriptions nets excèdent un seuil prédéterminé (« partial swing »)
- La direction du swing (en + ou en – de la NAV) est déterminée par l'activité nette du jour des transactions :
 - Si souscriptions nettes, le facteur est ajouté à la NAV (qui augmente)
 - Si rachats nets, le facteur est déduit de la NAV (qui diminue)
- ESMA produira des guidelines sur la calibration du swing pricing

Questions

Q25. Do you agree with the description of swing pricing and the corresponding characteristics? If not, please justify your position.

Q26. Can you think of any characteristics of swing pricing that the ones described above?

Q27. Do you think there is merit for the characteristics of swing pricing to differ between different investment strategies and between AIFs and UCITS? If yes, how?

Q28. Do you agree that in the case of funds with multiple share classes, the same swing factor shall be applied to all share classes? If not, please justify your position.

Régime du double prix

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

- Calcul de 2 NAV par point de valorisation, l'une pour les investisseurs entrants, l'autre pour les investisseurs sortants (Guidelines IOSCO) :
 - L'une intégrant les prix de la demande pour les actifs, applicable aux investisseurs entrants, l'autre les prix de l'offre, applicable aux investisseurs sortants
 - La NAV est ajustée par un facteur qui reflète le coût de la liquidité :
 - les souscriptions sont réalisées à $NAV + \text{facteur d'ajustement}$
 - les rachats sont réalisés à $NAV - \text{facteur d'ajustement}$
- La même méthode s'applique à toutes les catégories de parts

Questions

Q29. Do you agree with the description of the dual pricing and the corresponding characteristics? If not, please justify your position.

Q30. Are there any other calculation methods for dual pricing that should be considered? If yes, please give example.

Q31. Do you think there is merit for the characteristics of dual pricing to differ between different investment strategies and between AIFs and UCITS? If yes, how?

Droits d'entrée/de sortie ajustables acquis au fonds (anti-dilution levy)

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

- Impose aux investisseurs entrants et sortants les coûts explicites et implicites causés par les souscriptions et rachats ; ainsi que l'estimation de tout impact significatif sur le marché des achats ou ventes nécessaires pour satisfaire ces souscriptions et rachats
- La même commission s'applique à tous les investisseurs ou, si possible, à chaque investisseur de manière individuelle
- Elle peut s'appliquer à chaque date de transaction pour laquelle il existe une activité nette de souscriptions (tous les investisseurs entrants paient la taxe) ou rachats (tous les investisseurs sortants paient la taxe) ou si cette activité excède un seuil prédéterminé
- Cette taxe est variable et calibrée selon les flux nets du fonds (contrairement aux frais de rachat qui sont fixes et peuvent être augmentés en cas de conditions de marché stressées)
- Elle est exprimée en % de l'ordre de rachat ou de souscription
- ESMA produira des guidelines sur la calibration de la taxe

Questions

Q32. Do you agree with the description of the anti-dilution levy and the corresponding characteristics? If not, please justify your position.

Q33. Are there any other calculation methods for anti-dilution levy that ESMA shall consider? If yes, please give example.

Q34. In the case of funds with multiple share classes, would you see the possibility for different anti-dilution levies depending on share classes? Please justify your position.

Q35. Do you think there is merit for the characteristics of anti-dilution levy to differ between different investment strategies and between AIFs and UCITS? If yes, how?

Remboursement en nature

Transférer d'actifs détenus par le fonds, au lieu d'espèces, pour répondre aux demandes de remboursement des porteurs de parts ou des actionnaires

- Protège la vente de blocs de titres de taille significative pour répondre aux demandes de rachats, évite des coûts de transactions et un impact sur le marché importants et protège les investisseurs restants

- Applicable uniquement :

 - Aux demandes de rachats des investisseurs professionnels

 - si elle correspond à une part pro rata des actifs du fonds (sauf si le fonds est commercialisé uniquement auprès d'investisseurs professionnels)

- Le profil de liquidité du fonds doit être maintenu

- Les investisseurs professionnels reçoivent des titres/actifs qui correspondent à une part pro rata de leur part d'actifs dans le fonds, sauf si le fonds est commercialisé uniquement auprès d'investisseurs professionnels (dans ce cas ils peuvent recevoir des titres/actifs qui ne correspondent pas à une part pro rata de leur part d'actifs dans le fonds). Le même type de transfert est applicable à tous les investisseurs sortants.

Questions

Q36. Do you agree with the description of redemptions in kind and the corresponding characteristics? If not, please justify your position.

Q37. Can you think of any characteristics of redemptions in kind?

Q38. Do you think there is merit for the characteristics of redemption in kinds to differ between different investment strategies between AIFs and UCITS? If yes, how?

Cantonnement d'actifs (side pocket)

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.

- Ne font pas partie des LMT parmi lesquelles les AIFM doivent choisir mais restent disponibles

- 2 types :

- Séparation **physique** :

- o 2 méthodes au choix de l'AIFM pour les FIA :

- ❖ Les actifs concernés sont transférés dans un nouveau fonds et les autres actifs restent dans le fonds existant

- ❖ Les actifs concernés restent dans le fonds existant et les autres actifs sont transférés dans un nouveau fonds

- o Pour les UCITS, une seule méthode : les actifs concernés restent dans le fonds existant qui est mis en liquidation et les autres actifs sont transférés dans un nouveau fonds

- Ségrégation **comptable**

- Les side pockets sont des **fonds fermés** qui sont gérés en vue d'être **liquidés** ; le gestionnaire leur alloue une proportion d'actifs liquides

- Les investisseurs reçoivent des parts/unités de la side pocket sur une base pro rata de leurs avoirs dans le fonds d'origine

- Les bénéfices de la vente des actifs ne peuvent pas être réinvestis

- Les nouveaux rachats/souscriptions sont exécutés sur la base des actifs excluant ceux de la side pocket

Questions

Q39. Do you agree with the description of side pockets and the corresponding characteristics? If not, please justify your position.

Q40. Do you agree that in the case of UCITS, side pockets created by physical separation should only be done with the creation of a new UCITS where the assets for which there are no problems are placed? If not, please explain your position.

Q41. Can you think of any other characteristics of side pockets that ESMA should consider? In particular, do you think that the characteristics of side pockets shall differ between UCITS and AIFs (in addition to the creation of side pockets via physical separation of the assets)? If, yes please elaborate.

Q42. Do you see merit in specifying further the characteristics that side pocket created by means of accounting segregation should have? If yes, can you please explain how you have created side pocket via accounting segregation? Have you encountered any legal constraints or are you aware of any legal constraints in your jurisdiction that may limit the use of side pockets via asset segregation?

Q43: Do you agree that the assets in the side pocket should always be managed with the view to liquidate them? Or could there be circumstances, where a reintegration with the normal assets could be contemplated? Please explain.