



European Securities and
Markets Authority

Orientations

sur les simulations de crise de liquidité dans les OPCVM et les FIA





Table des matières

Champ d'application	2
Références législatives, abréviations et définitions	4
Objet	7
Obligations de conformité et de déclaration	7
Orientations sur les simulations de crise de liquidité dans les OPCVM et les FIA.....	9

I. Champ d'application

Qui?

1. Les présentes orientations s'appliquent aux gestionnaires, aux dépositaires et aux ANC.

Quoi?

2. Les présentes orientations concernent les simulations de crise de liquidité dans les OPCVM et les FIA.
3. En particulier, s'agissant des gestionnaires, elles s'appliquent principalement en relation avec l'article 16, paragraphe 1, de la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs («directive GFIA»), avec les articles 47 et 48 du règlement de niveau 2 complétant la directive GFIA, avec l'article 51 de la directive OPCVM, avec l'article 40, paragraphe 3, de la directive de niveau 2 portant mesures d'exécution de la directive OPCVM et avec l'article 28 du règlement sur les fonds monétaires.
4. S'agissant des dépositaires, les présentes orientations s'appliquent principalement en relation avec l'article 21 de la directive GFIA, avec l'article 92 du règlement de niveau 2 complétant la directive GFIA, avec l'article 22, paragraphe 3, de la directive OPCVM et avec l'article 3 du règlement de niveau 2 complétant la directive OPCVM.
5. Les présentes orientations s'appliquent aux OPCVM et aux FIA, y compris:
 - a) aux ETF, qu'ils aient le statut d'OPCVM ou de FIA¹;
 - b) FIA de type fermé recourant à l'effet de levier.
6. Les orientations des sections V.1.1 (Conception des modèles de simulation de crise de liquidité), V.1.2 (Compréhension du risque de liquidité), V.1.3 (Principes de gouvernance pour les simulations de crise de liquidité), V.1.4 (Politique relative aux simulations de crise de liquidité), V.2 (Orientations applicables aux dépositaires), ainsi que les paragraphes 79 et 81 de la section V.3 (Interaction avec les autorités nationales compétentes), s'appliquent aux fonds monétaires, sans préjudice du règlement sur les fonds monétaires et des orientations de l'ESMA s'appliquant exclusivement aux fonds monétaires², qui prévalent en cas de conflit.

¹ Pour plus de clarté, il est précisé que les orientations existantes sur les OPCVM recevant des garanties financières, présentées dans les «[Orientations de l'ESMA sur les fonds cotés et autres questions liées aux OPCVM \(ESMA/2014/937FR\)](#)», s'appliquent. Le paragraphe 45 des «orientations de l'ESMA sur les fonds cotés et autres questions liées aux OPCVM» dispose que «Un OPCVM recevant des garanties financières pour au moins 30 % de ses actifs devrait disposer d'une politique de simulation de crise appropriée assurant que des simulations de crise sont réalisées régulièrement, dans des conditions de liquidité aussi bien normales qu'exceptionnelles, afin de permettre à l'OPCVM d'évaluer le risque de liquidité lié aux garanties financières». Cette mesure est spécifique aux circonstances applicables à ces OPCVM, tandis que les orientations sur les simulations de crise de liquidité visent à fournir des orientations sur l'application de ces simulations dans les fonds d'investissement de manière générale et devraient être prises en compte par tous les OPCVM.

² Par exemple, les orientations de l'ESMA fixant des paramètres de référence communs pour les scénarios de simulation de crise à inclure dans les simulations de crise effectuées par les gestionnaires de fonds monétaires (document portant actuellement la référence «[ESMA34-49-115 FR](#)»)

7. Les présentes orientations devraient être adaptées à la nature, à la taille et à la complexité du fonds concerné. En outre, les simulations de crise de liquidité se recoupent naturellement avec d'autres aspects de la gestion de la liquidité au sein des fonds, comme la gestion des actifs liquides et moins liquides, la diversification et la mise en œuvre de mesures telles que les outils complémentaires de gestion de la liquidité ex post. Les présentes orientations ne visent pas à fournir des indications exhaustives sur les questions de gestion de la liquidité en dehors des simulations de crise de liquidité.

Quand?

8. Les présentes orientations s'appliquent à compter du 30 septembre 2020.

II. Références législatives, abréviations et définitions

Références législatives

<i>Directive OPCVM</i>	Directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) ³ .
<i>Directive de niveau 2 portant mesures d'exécution de la directive OPCVM</i>	Directive 2010/43/UE de la Commission portant mesures d'exécution de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles, les conflits d'intérêts, la conduite des affaires, la gestion des risques et le contenu de l'accord entre le dépositaire et la société de gestion. ⁴
<i>Directive GFIA</i>	Directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010 ⁵ .
<i>Règlement de niveau 2 complétant la directive GFIA</i>	Règlement délégué (UE) n° 231/2013 de la Commission complétant la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les dérogations, les conditions générales d'exercice, les dépositaires, l'effet de levier, la transparence et la surveillance.
<i>RDC (UE) 2016/438</i>	Règlement délégué (UE) 2016/438 de la Commission complétant la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les obligations des dépositaires ⁶ .
<i>Règlement sur les fonds monétaires</i>	Règlement (EU) 2017/1131 sur les fonds monétaires ⁷ .
<i>Règlement instituant l'ESMA</i>	Règlement (UE) n° 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des

³ JO L 302 du 17.11.2009, p. 32-96.

⁴ JO L 176 du 10.7.2010, p. 42-61.

⁵ JO L 174 du 1.7.2011, p. 1.

⁶ JO L 78 du 24.3.2016, p. 11-30.

⁷ JO L 169 du 30.6.2017, p. 46-127.



marchés financiers), modifiant la décision n° 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/77/CE de la Commission⁸.

Abréviations

<i>a-LMT</i>	Outils complémentaires de gestion de la liquidité
<i>ANC</i>	Autorité nationale compétente
<i>CERS</i>	Comité européen du risque systémique
<i>CSF</i>	Conseil de stabilité financière
<i>ESMA</i>	European Securities and Markets Authority (Autorité européenne des marchés financiers)
<i>ETF</i>	Fonds indiciel coté
<i>FdF</i>	Fonds de fonds
<i>FIA</i>	Fonds d'investissement alternatif
<i>FM</i>	Fonds monétaire
<i>FX</i>	Taux de change
<i>GFIA</i>	Gestionnaire de fonds d'investissement alternatifs
<i>OPCVM</i>	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
<i>PGR de l'OPCVM</i>	Processus de gestion des risques de l'OPCVM
<i>PGR FIA</i>	Politique de gestion des risques du gestionnaire de FIA
<i>RCR</i>	Ratio de couverture des rachats
<i>SCI</i>	Simulation de crise inversée
<i>SCL</i>	Simulation de crise de liquidité
<i>UE</i>	Union européenne

⁸ JO L 331 du 15.12.2010, p. 84.

Définitions

<i>coût de liquidation</i>	coût payé par le vendeur d'un actif pour exécuter une opération donnée dans les meilleurs délais, à des fins de liquidité.
<i>dépositaire</i>	dépositaire d'un OPCVM ou d'un FIA.
<i>FIA de type fermé</i>	tout FIA, autre qu'un FIA de type ouvert, remplissant les critères énumérés à l'article premier, paragraphe 2, du règlement délégué n° 694/2014 de la Commission ⁹
<i>fonds</i>	un OPCVM ou un FIA.
<i>gestionnaire</i>	(a) dans le cas d'un OPCVM, la société de gestion de cet OPCVM ou, dans le cas d'un OPCVM autogéré, la société d'investissement de cet OPCVM; (b) dans le cas d'un FIA, le gestionnaire de ce FIA ou un FIA géré de manière interne; (c) dans le cas d'un fonds monétaire, le gestionnaire de ce fonds monétaire.
<i>outils complémentaires de gestion de la liquidité ex post</i>	outils/mesures appliqué(e)s par les gestionnaires dans des circonstances exceptionnelles afin de contrôler ou limiter les opérations sur les parts/actions d'un fonds, dans l'intérêt des investisseurs, incluant sans s'y limiter la suspension de la négociation des parts, le report de la négociation et le cantonnement d'actifs.
<i>prix de vente en catastrophe</i>	liquidation d'un actif à un prix largement inférieur à sa juste valeur.
<i>ratio de couverture des rachats</i>	mesure de la capacité de l'actif d'un fonds à répondre aux obligations de financement découlant des passifs inscrits au bilan, par exemple lors d'un choc de rachat.
<i>risque de liquidité</i>	risque qu'une position dans le fonds ne puisse être cédée, liquidée ou clôturée pour un coût limité afin de respecter, à tout moment, les obligations de rachat de parts/actions.
<i>simulation de crise de liquidité</i>	outil de gestion des risques faisant partie du cadre global de la gestion du risque de liquidité d'un gestionnaire, qui simule des conditions variées incluant des conditions normales et

⁹ JO L 183 du 24.06.2014, p. 18.



des conditions de crise (c'est-à-dire extrêmes, peu probables ou défavorables) plausibles afin d'évaluer leur incidence potentielle sur les besoins en financement (passif), les actifs, la liquidité globale d'un fonds, ainsi que les mesures de suivi nécessaires.

<i>simulation de crise inversée</i>	simulation de crise effectuée au niveau du fonds, qui commence par identifier le résultat prédéfini en termes de liquidité du fonds (par exemple le seuil au-delà duquel le fonds ne serait plus assez liquide pour répondre aux demandes de rachat de parts) puis examine ensuite les scénarios et les circonstances dans lesquels ce résultat est susceptible de se produire.
<i>temps de liquidation</i>	approche permettant à un gestionnaire d'estimer le volume d'actifs qui pourraient être liquidés pour un coût acceptable, sur un horizon temporel donné.
<i>traitements spéciaux</i>	types spécifiques d'outils complémentaires de gestion de la liquidité ex post dont certains FIA disposent, tels que le cantonnement d'actifs et l'échelonnement des rachats, qui affectent les droits de rachat des investisseurs.

III. Objet

9. Les présentes orientations se fondent sur l'article 16, paragraphe 1, du règlement instituant l'ESMA. Les présentes orientations visent, d'une part, à établir des pratiques de surveillance cohérentes, efficaces et efficaces au sein du système européen de surveillance financière et, d'autre part, à assurer une application commune, uniforme et cohérente du droit de l'Union. Elles visent notamment à renforcer la qualité, la cohérence et, dans certains cas, la fréquence, des simulations de crise de liquidité actuellement mises en œuvre, ainsi qu'à promouvoir une surveillance convergente des simulations de crise de liquidité par les ANC.

IV. Obligations de conformité et de déclaration

Statut des présentes orientations

10. Conformément à l'article 16, paragraphe 3, du règlement instituant l'ESMA, les ANC et les acteurs des marchés financiers mettent tout en œuvre pour respecter les présentes orientations.
11. Les ANC auxquelles les présentes orientations s'appliquent devraient s'y conformer en les intégrant à leur cadre juridique et/ou de surveillance national, le cas échéant, y compris lorsque certaines orientations visent en premier lieu les acteurs des marchés



financiers. Dans ce cas, les autorités compétentes devraient, par leur surveillance, veiller à ce que les acteurs des marchés financiers se conforment aux orientations.

Obligations de déclaration

12. Dans un délai de deux mois suivant la date de publication des présentes orientations sur le site internet de l'ESMA dans toutes les langues officielles de l'UE, les ANC auxquelles elles s'appliquent doivent notifier à l'ESMA si i) elles s'y conforment, ii) ne s'y conforment pas mais entendent le faire ou iii) ne s'y conforment pas et n'entendent pas le faire.
13. En cas de non-conformité, les ANC doivent également notifier à l'ESMA, dans un délai de deux mois à compter de la date de publication des orientations sur le site internet de l'ESMA dans toutes les langues officielles de l'UE, les raisons pour lesquelles elles ne s'y conforment pas.
14. Un formulaire de notification est disponible sur le site internet de l'ESMA. Une fois rempli, le formulaire doit être transmis à l'ESMA.
15. Les acteurs des marchés financiers n'ont pas l'obligation de notifier s'ils se conforment ou non aux présentes orientations.

V. Orientations sur les simulations de crise de liquidité dans les OPCVM et les FIA

V.1 Orientations applicables aux gestionnaires

V.1.1 Conception des modèles de simulation de crise de liquidité

16. Pour établir leurs modèles de simulation de crise de liquidité, les gestionnaires devraient déterminer:

- a les facteurs de risque pouvant affecter la liquidité du fonds;**
- b les types de scénario à utiliser et leur sévérité;**
- c les différents indicateurs et conclusions à surveiller, en fonction des résultats des simulations de crise de liquidité;**
- d la communication des résultats des simulations de crise de liquidité, des conclusions et des indicateurs auprès des dirigeants; et**
- e la façon dont les résultats des simulations de crise de liquidité sont utilisés par les responsables de la gestion des risques, les responsables de la gestion de portefeuille et les dirigeants.**

17. Tout gestionnaire devrait s'assurer que les simulations de crise de liquidité produisent des données permettant de prendre des mesures de suivi.

V.1.2 Compréhension du risque de liquidité

18. Tout gestionnaire devrait avoir une très bonne compréhension des risques de liquidité découlant des actifs et des passifs inscrits au bilan du fonds, ainsi que de son profil de liquidité global, afin d'effectuer des simulations de crise de liquidité adaptées au fonds qu'il gère.

19. Tout gestionnaire devrait trouver un bon équilibre en effectuant des simulations de crise de liquidité qui:

- a sont correctement ciblées, sont spécifiques au fonds concerné et soulignent les principaux facteurs de risque de liquidité; et**
- b utilisent des scénarios suffisamment variés pour bien représenter la diversité des risques inhérents au fonds.**

V.1.3 Principes de gouvernance pour les simulations de crise de liquidité

- 20. Les simulations de crise de liquidité devraient être correctement intégrées au cadre de gestion des risques du fonds soutenant la gestion de la liquidité. Elles devraient faire l'objet de mesures de gouvernance et de surveillance appropriées, incluant des procédures de communication et de remontée de l'information adéquates.**
21. Les simulations de crise de liquidité devraient être effectuées dans des conditions semblables à celles applicables aux autres opérations de gestion des risques soumises aux exigences réglementaires relatives à l'indépendance, y compris à celle en vertu de laquelle le personnel responsable de la gestion des risques doit agir indépendamment des autres fonctions telles que la gestion de portefeuille. Néanmoins, la structure de gouvernance devrait tenir compte de la façon dont les résultats des simulations de crise de liquidité sont pris en compte par la fonction de gestion de portefeuille dans le cadre de la gestion du fonds.
22. Si le gestionnaire délègue les tâches de gestion de portefeuille à un tiers, une attention particulière doit être portée à l'exigence d'indépendance afin d'éviter toute dépendance aux simulations de crise de liquidité du tiers ou toute influence exercée par lesdites simulations.
23. Les exigences organisationnelles incluent celle de gérer efficacement les conflits d'intérêts découlant de la mise en œuvre des simulations de crise de liquidité. Ces conflits d'intérêts incluent les cas suivants:
 - a. permettre à d'autres parties, par exemple au personnel responsable de la gestion de portefeuille (dont les gestionnaires de portefeuille d'entités juridiques distinctes), d'exercer une influence indue sur l'exécution des simulations de crise de liquidité, notamment en ayant recours à des jugements sur la liquidité des actifs; et
 - b. gérer les informations relatives aux résultats des simulations de crise. Si des informations sont communiquées à un client, il convient de veiller à ce que cela ne soit pas contraire à l'obligation du gestionnaire de traiter tous les investisseurs de manière équitable lors de la communication d'informations relatives au fonds.

V.1.4 Politique relative aux simulations de crise de liquidité

- 24. Les simulations de crise de liquidité devraient être documentées dans une politique relative aux simulations de crise de liquidité, dans le cadre du processus de gestion des risques de l'OPCVM et de la politique de gestion des risques du gestionnaire de FIA. À ce titre, le gestionnaire devrait régulièrement réexaminer et modifier les simulations, si nécessaire. La politique relative aux simulations de crise de liquidité devrait inclure au moins:**

- a. une définition claire du rôle des dirigeants dans le processus, y compris celui de l'organe directeur (par exemple le conseil d'administration ou de direction);
- b. sa structure de propriété interne et la ou les fonction(s) de direction responsable(s) de sa mise en oeuvre;
- c. son interaction avec les autres procédures de gestion du risque de liquidité, y compris la fonction de gestion de portefeuille et les plans d'urgence du gestionnaire;
- d. une exigence de préparation de rapports internes réguliers sur les résultats des simulations de crise de liquidité, précisant la fréquence et les destinataires de ces rapports;
- e. un réexamen périodique, la documentation des résultats et une procédure de modification de la politique, lorsque le réexamen le nécessite;
- f. les circonstances exigeant de faire remonter l'information, y compris lorsque les limites/seuils de liquidité sont dépassés;
- g. les fonds soumis à des simulations de crise de liquidité;
- h. la validation initiale des modèles de simulation de crise de liquidité et des hypothèses sous-jacentes, qui devrait être effectuée indépendamment de la gestion de portefeuille, mais pas nécessairement par une entité/personne extérieure au gestionnaire;
- i. les types et la sévérité des scénarios de simulation de crise utilisés, et les raisons pour lesquelles ils ont été choisis;
- j. les hypothèses utilisées dans les scénarios en matière de disponibilité des données, leur justification et la fréquence à laquelle elles sont réexaminées;
- k. la fréquence à laquelle les simulations de crise de liquidité sont effectuées et les raisons pour lesquelles cette fréquence a été choisie; et
- l. les méthodes de liquidation des actifs, y compris les limites et les hypothèses utilisées.

V.1.5 Fréquence des simulations de crise de liquidité

25. Les simulations de crise de liquidité devraient être effectuées au moins une fois par an et, le cas échéant, à chaque étape du cycle de vie du fonds concerné. Il est recommandé de mener des simulations de crise de liquidité tous les trimestres ou plus fréquemment. Pour déterminer une fréquence plus ou moins élevée, il convient de tenir compte des caractéristiques du fonds, et les raisons de cette détermination devraient être consignées dans la politique relative aux simulations de crise de liquidité. Une certaine flexibilité est acceptée à ce sujet, en fonction de la nature, de la taille, de la complexité et du profil de liquidité du fonds.

26. Pour déterminer la fréquence appropriée, les gestionnaires devraient tenir compte des éléments suivants:

- a. la liquidité du fonds, telle que calculée par le gestionnaire, et tout changement dans la liquidité des actifs;
- b. plutôt que d'adopter la même fréquence pour tous les fonds gérés par le gestionnaire, la fréquence devrait être adaptée au fonds concerné; et
- c. la nature du véhicule d'investissement (de type fermé ou ouvert), la politique de rachat et les outils de gestion de la liquidité, tels que l'échelonnement des rachats ou le cantonnement d'actifs, peuvent être des facteurs supplémentaires à prendre en compte pour déterminer la bonne fréquence des simulations de crise de liquidité.

27. Les gestionnaires devraient tenir compte des facteurs décrits dans le tableau suivant pour déterminer la bonne fréquence des simulations de crise de liquidité:

Fréquence recommandée pour les simulations de crise de liquidité	<ul style="list-style-type: none"> • Trimestrielle, sauf si les caractéristiques du fonds justifient une fréquence plus ou moins élevée. Cette justification devrait être consignée dans la politique relative aux simulations de crise de liquidité.
Facteurs pouvant engendrer une fréquence <u>plus élevée</u> pour les simulations de crise de liquidité régulières	<ul style="list-style-type: none"> • Négociation plus fréquente des parts • Risques plus importants découlant des passifs, comme une base d'investisseurs concentrée • Stratégie d'investissement complexe (par exemple, fort recours aux instruments dérivés) • Base d'actifs moins liquide • Événement futur qui pourrait avoir une incidence négative sur la liquidité du fonds
Facteurs pouvant engendrer une fréquence <u>moins élevée</u> pour les simulations de crise de liquidité régulières	<ul style="list-style-type: none"> • Base d'actifs extrêmement liquide • Négociation moins fréquente des parts du fonds
Utilisation recommandée de simulations de crise de liquidité ponctuelles	<ul style="list-style-type: none"> • Des simulations de crise de liquidité ponctuelles devraient être effectuées dès que possible si un risque important en termes de liquidité du fonds est identifié par le gestionnaire et doit être résolu dans les meilleurs délais.

V.1.6 Utilisation des résultats des simulations de crise de liquidité

28. Les simulations de crise de liquidité devraient produire des résultats qui:

- a. permettent de veiller à ce que le fonds soit suffisamment liquide, comme cela est exigé par les règles applicables et les modalités de rachat stipulées dans la documentation du fonds;**
- b. renforcent la capacité du gestionnaire à gérer la liquidité du fonds dans l'intérêt des investisseurs, y compris en prévision de périodes durant lesquelles le risque de liquidité augmente;**
- c. permettent d'identifier les éventuelles lacunes d'une stratégie d'investissement en matière de liquidité et soutiennent la prise des décisions d'investissement; et**
- d. participent à la surveillance de la gestion des risques et la prise de décisions, notamment en permettant au gestionnaire de définir des limites internes appropriées s'agissant de la liquidité du fonds, en tant qu'outil supplémentaire de gestion des risques. Cela peut consister, entre autres, à veiller à ce que les résultats des simulations de crise de liquidité puissent être mesurés grâce à une mesure d'évaluation comparable, comme un indicateur de risque clé.**

29. Les simulations de crise de liquidité devraient permettre à un gestionnaire de préparer le fonds à une crise, et le soutenir dans le cadre de ses plans d'urgence généraux. Ces plans d'urgence peuvent inclure les plans établis par le gestionnaire pour rendre opérationnelle l'application d'outils complémentaires de gestion de la liquidité ex post au sein du fonds.

V.1.7 Ajustement des simulations de crise de liquidité en fonction de chaque fonds

30. Les simulations de crise de liquidité devraient être adaptées à chaque fonds, y compris en ajustant:

- a. la fréquence des simulations de crise de liquidité;**
- b. les types et la sévérité des scénarios à utiliser pour créer des conditions de crise, qui devraient être suffisamment graves mais néanmoins plausibles et devraient se fonder sur les risques de liquidité découlant des actifs et des passifs inscrits au bilan du fonds, ainsi que de son profil de liquidité global;**
- c. les hypothèses relatives au comportement des investisseurs (rachats bruts et nets) et à la liquidation des actifs;**

- d. **la complexité du modèle de simulation de crise de liquidité, qui devrait tenir compte de la complexité de la stratégie d'investissement du fonds, de la composition de son portefeuille, de ses outils de gestion de la liquidité et de l'utilisation de techniques de gestion efficace de son portefeuille; et**
- e. **dans le cas d'un ETF, les spécificités des ETF, par exemple en tenant compte du rôle des participants autorisés, des modèles de rachat et des modèles de réplication.**

V.1.8 Scénarios des simulations de crise de liquidité

- 31. **Les simulations de crise de liquidité devraient utiliser des scénarios hypothétiques et historiques et, le cas échéant, des simulations de crise inversées. Les simulations de crise de liquidité ne devraient pas recourir aux données historiques de manière excessive, notamment parce qu'il est possible que les crises futures soient différentes des crises précédentes.**
- 32. Les scénarios historiques utilisés pour les simulations de crise de liquidité pourraient inclure la crise financière mondiale de 2008-2010 ou la crise de la dette européenne de 2010-2012. Les scénarios hypothétiques pourraient inclure la hausse des taux d'intérêt, l'élargissement des écarts de crédit ou des événements politiques.
- 33. Les gestionnaires effectuant des simulations de crise inversées devraient simuler la liquidation des actifs de façon à refléter comment le gestionnaire liquiderait ces actifs en cas de crise exceptionnelle sur le marché. Les simulations de crise inversées devraient tenir compte du traitement des investisseurs demandant le rachat de leurs parts et des porteurs conservant leurs parts, ainsi que du rôle joué par les coûts de transaction, et déterminer si le prix de vente en catastrophe serait accepté ou non.
- 34. Les fonds qui, en raison de leur stratégie d'investissement, sont exposés à des risques peu probables mais à fort impact devraient porter une attention particulière à l'utilisation des simulations de crise inversées afin d'évaluer les conséquences, pour leur profil de liquidité, de la survenance d'un événement extrême sur le marché.
- 35. Les simulations de crise inversées peuvent être utilisées pour déterminer si des mesures doivent être prises pour assurer une liquidité suffisante au sein du fonds ou si des circonstances bien définies sont suffisamment exceptionnelles pour imposer une suspension, conformément aux règles applicables. Dans le cas d'un OPCVM, les «circonstances exceptionnelles» sont celles énumérées à l'article 84, paragraphe 2, de la directive OPCVM, dans les règles nationales applicables et dans le prospectus ou le règlement du fonds.
- 36. Tout FIA peut également utiliser des simulations de crise inversées pour simuler la part des actifs pouvant être liquidés avant de mettre en œuvre les «traitements spéciaux» autorisés par sa politique de rachat et par les règles nationales¹⁰.

¹⁰ Considérant 59 du règlement (UE) de niveau 2 n° 231/2013 complétant la directive GFIA.

V.1.9 Disponibilité des données

- 37. Les simulations de crise de liquidité devraient prouver qu'un gestionnaire est en mesure de surmonter les limitations inhérentes à la disponibilité des données, notamment en:**
- a. évitant les hypothèses optimistes;**
 - b. justifiant le recours aux modèles de simulation de crise de liquidité de tiers, y compris lorsque le modèle concerné est développé par un gestionnaire de portefeuille tiers; et en**
 - c. émettant un jugement qualitatif expert.**
38. En particulier, les gestionnaires devraient adapter leur approche lorsque les données sont limitées, et les hypothèses éventuellement utilisées devraient faire l'objet d'un réexamen adéquat.
39. Une réduction appropriée de la liquidité des actifs devrait être simulée dans des conditions de marché normales et de crise, surtout si les données historiques n'offrent pas d'exemple suffisamment grave de conditions de crise. Il convient de ne pas supposer que le portefeuille peut être liquidé à hauteur de la totalité du volume moyen négocié quotidiennement pour un actif donné, sauf si cette hypothèse est justifiée par des données empiriques.

V.1.10 Développement de produits

- 40. Durant la phase de développement d'un produit, le gestionnaire d'un fonds nécessitant l'agrément d'une ANC devrait:**
- a. pouvoir prouver à l'ANC que les principaux éléments du fonds, y compris sa stratégie et sa fréquence de négociation, lui permettent de rester suffisamment liquide dans des circonstances normales et des circonstances de crise; et**
 - b. le cas échéant, effectuer des simulations de crise de liquidité non seulement pour les actifs (en utilisant un portefeuille modèle) mais aussi pour les passifs, en intégrant le profil d'investisseur attendu, tant au début que vers la fin de la durée de vie du fonds.**
41. Les simulations de crise de liquidité peuvent également être utilisées lors du lancement du fonds, afin d'identifier les facteurs importants pour la future gestion des risques au sein du fonds. Par exemple: quantifier la sensibilité du risque de liquidité du fonds, identifier les facteurs ayant une incidence sur le risque de liquidité, identifier les mesures d'évaluation/indicateurs de risques clés permettant de surveiller le risque de liquidité à l'avenir, déterminer la fréquence de la gestion des risques et évaluer les éventuels outils complémentaires de gestion de la liquidité ex post ou traitements spéciaux à inclure dans le prospectus ou le règlement du fonds.

V.1.11 Simulations de crise appliquées aux actifs du fonds pour déterminer les conséquences sur la liquidité du fonds

- 42. Les simulations de crise de liquidité devraient permettre à un gestionnaire non seulement d'évaluer le moment et/ou le coût de la liquidation des actifs d'un portefeuille mais aussi de déterminer si une telle activité serait autorisée, en tenant compte des éléments suivants:**
- a. les objectifs et la politique d'investissement du fonds;**
 - b. l'obligation de gérer le fonds dans l'intérêt des investisseurs;**
 - c. toute obligation de liquidation des actifs pour un coût limité; et**
 - d. l'obligation de maintenir le profil de risque du fonds suite à la liquidation d'une partie de ses actifs.**
43. Le coût de liquidation et le temps de liquidation sont les deux approches principales habituellement utilisées par les gestionnaires pour simuler la liquidité d'un actif dans des conditions normales et des conditions de crise. Les gestionnaires devraient appliquer une méthode adaptée au fonds concerné. D'autres approches peuvent être utilisées pour le fonds.
44. Le coût de liquidation dépend du type d'actif, de la période de liquidation et de la taille de l'opération/ordre. Les gestionnaires devraient tenir compte de ces trois facteurs pour évaluer le coût de liquidation de leurs actifs dans des conditions normales et des conditions de crise.
45. Les gestionnaires devraient simuler des crises de marché suffisamment nombreuses et variées pour estimer le coût de liquidation et le temps de liquidation dans des conditions de crise, qui se caractérisent habituellement par une volatilité plus importante, une liquidité moins importante (par exemple, l'écartement des fourchettes de prix acheteur-vendeur) et un délai de liquidation plus long (en fonction de la classe d'actifs). Dans ce contexte, les gestionnaires ne devraient pas se référer uniquement à des observations historiques sur les marchés traversant une crise.
46. Dans le cadre des simulations de crise de liquidité, le gestionnaire devrait choisir la méthode de liquidation des actifs en tenant compte des actifs et des passifs, ainsi que des modalités de rachat du fonds. Le gestionnaire devrait également être conscient des limitations de la méthode choisie et apporter des ajustements prudents à sa gestion globale du risque de liquidité afin de compenser ces limitations.
47. Lors d'une simulation de crise de liquidité, la méthode de liquidation des actifs devrait:
- a. refléter la façon dont un gestionnaire liquiderait des actifs dans des conditions normales et des conditions de crise, conformément aux règles applicables, à savoir soit les exigences légales (en vertu de la directive OPCVM) soit les

limitations spécifiques du fonds stipulées dans le prospectus ou le règlement du fonds;

- b. veiller à ce que le modèle utilisé pour le fonds soit et reste conforme aux objectifs, à la politique d'investissement et au règlement du fonds;
- c. refléter le fait que le fonds est géré dans l'intérêt de tous les investisseurs, tant ceux qui demandent un rachat que ceux qui conservent leur participation;
- d. respecter les obligations applicables imposant au fonds de maintenir le profil de risque envisagé dans sa documentation;
- e. être reflétée dans la politique relative aux simulations de crise de liquidité;
- f. tenir compte, le cas échéant, des incidences négatives éventuelles sur les autres investisseurs ou sur l'intégrité globale du marché.

48. Les gestionnaires devraient porter une attention particulière aux scénarios peu probables mais à fort impact, comme l'éventuelle difficulté à établir un prix fiable pour les actifs moins liquides en période de crise du marché.

V.1.12 Simulations de crise appliquées aux passifs du fonds pour déterminer les conséquences sur la liquidité du fonds

49. Les simulations de crise de liquidité devraient intégrer des scénarios concernant les passifs du fonds, incluant les rachats et d'autres sources potentielles de risque de liquidité découlant des passifs inscrits au bilan du fonds.

50. Les simulations de crise de liquidité devraient intégrer des facteurs de risque relatifs au type d'investisseur et à la concentration, en fonction de la nature, de la taille et de la complexité du fonds.

51. Les demandes de rachat sont la source de risque de liquidité la plus courante et, habituellement, la plus importante au sein des fonds d'investissement. En outre, différents types de passifs sont inscrits au bilan d'un fonds, et leur impact potentiel sur la liquidité varie en fonction du fonds concerné. Des traitements spéciaux ou des outils complémentaires de gestion de la liquidité pourraient également être envisagés dans le cadre de la gestion du risque lié aux passifs.

52. Dans des conditions normales, les gestionnaires pourraient surveiller les flux sortants historiques (moyenne et tendances dans la durée), les volumes de rachats moyens de fonds comparables et les informations tirées de tout réseau de distribution concernant les prévisions de rachat. Les gestionnaires devraient veiller à ce que la série temporelle soit suffisamment longue pour correctement refléter des «conditions normales».

53. Dans des conditions de crise, les scénarios pouvant servir d'exemple sont les tendances historiques, les événements passés, les tendances actuellement

constatées dans des fonds comparables, les scénarios hypothétiques/axés sur les événements et les simulations de crise inversées.

54. Selon la disponibilité des données historiques granulaires couvrant les rachats pour chaque type d'investisseur et d'autres informations relatives à la distribution au sein d'un fonds donné, les gestionnaires pourraient également simuler les demandes de rachat de différents types d'investisseurs.
55. Le gestionnaire devrait tenir compte de la mesure dans laquelle les variables découlant de facteurs supplémentaires, comme le comportement des investisseurs, peuvent ou devraient être intégrées dans les scénarios du modèle de simulation de crise de liquidité. La décision relative à la granularité, à la profondeur d'analyse et à l'utilisation des données doit être prise en fonction de la nécessité et du principe de proportionnalité. Les gestionnaires devraient comprendre les risques potentiellement associés à la base d'investisseurs du fonds et devraient pouvoir prouver que ces risques jouent un rôle important dans la gestion continue du risque de liquidité au sein d'un fonds.
56. Le tableau suivant fournit des exemples de facteurs relatifs au comportement des investisseurs pouvant être intégrés au modèle de simulation de crise de liquidité:

Facteur	Exemples de risque de liquidité potentiel	Exemples d'intégration potentielle dans les simulations de crise de liquidité
Catégorie d'investisseur	Le risque de rachat peut varier selon le type d'investisseur. Par exemple, la probabilité pour l'investisseur de demander un rachat en période de crise pourrait être classée en fonction de la nature de l'investisseur: gestionnaires de patrimoine, régimes de pension, investisseurs particuliers directs ou autres OPCVM ou FIA.	Selon les connaissances du gestionnaire et l'expérience qu'il a de ses clients, le modèle de simulation de crise de liquidité peut simuler, par exemple, des fonds de fonds présentant un plus grand risque de rachat que d'autres types d'investisseurs, et simuler en premier lieu leurs retraits au sein du fonds.
Concentration des investisseurs	Un ou plusieurs investisseurs peuvent détenir une participation beaucoup plus importante au sein du fonds que d'autres investisseurs, ce qui engendre un risque particulier pour la liquidité du fonds en cas	Le gestionnaire peut modéliser les rachats simultanés d'un ou plusieurs des plus grands investisseurs du fonds durant une période donnée ¹¹ .

¹¹ Cet exercice peut avoir une utilité limitée si le fonds ne compte qu'un seul investisseur institutionnel communiquant au gestionnaire son intention de souscrire des parts ou de demander le rachat de ses parts.

	de rachat de la part du ou des investisseurs.	
Emplacement géographique des investisseurs	Des investisseurs situés dans différentes régions ou différents pays peuvent poser un risque de rachat idiosyncratique en raison de facteurs politiques, économiques ou autres spécifiques à leur région ou pays. Par exemple, les investisseurs situés dans une région où la politique monétaire est différente peuvent poser un risque de rachat distinct en période de fluctuation des taux de change et/ou des taux d'intérêt. Certains risques politiques et/ou économiques peuvent également pousser les investisseurs d'autres régions ou pays à demander un rachat.	Le gestionnaire peut simuler en premier lieu les rachats d'un grand nombre d'investisseurs situés dans un pays donné durant une période donnée.
Stratégie de l'investisseur	Les stratégies des investisseurs s'entendent souvent sur le long terme et, en tout état de cause, sont difficiles à analyser. Toutefois, certains investisseurs suivent des stratégies à formule ou prédéfinies qui peuvent poser un risque de rachat particulier lorsque les conditions du marché changent. Par exemple, certains fonds visent explicitement un certain niveau de risque, mesuré en fonction de la volatilité, et peuvent être identifiés en tant que tel grâce à leur nom et à leurs objectifs d'investissement officiels. Ces fonds cherchent souvent à réduire leur niveau de risque en période de volatilité et peuvent donc poser un risque de rachat plus important lorsque certaines classes d'actifs sont volatiles. Lorsque des fonds suivant une stratégie à formule ou prédéfinie sont des investisseurs, le gestionnaire peut devoir tenir dûment compte du risque de liquidité posé par ces fonds dans des conditions de marché normales et de crise.	Le gestionnaire peut simuler les rachats des investisseurs suivant des stratégies semblables dans des conditions de marché normales et de crise.

V.1.13 Simulations de crise de liquidité pour d'autres types de passifs

57. Tout gestionnaire devrait inclure d'autres types de passifs dans ses simulations de crise de liquidité, dans des conditions normales et des conditions de crise, le cas échéant. Tous les éléments de passif pertinents inscrits au bilan du fonds, y compris ceux autres que les rachats, devraient faire l'objet de simulations de crise de liquidité.

58. Il est possible que les rachats nets ne constituent pas le seul risque de liquidité pertinent découlant des passifs inscrits au bilan du fonds et devant par conséquent faire l'objet de simulations de crise de liquidité. Dans certains cas, les simulations de crise de liquidité devraient déterminer les circonstances dans lesquelles le risque de liquidité ne peut pas être atténué, par exemple un niveau d'appels de marge que le fonds ne serait pas en mesure de financer. Les plans d'urgence devraient correctement refléter cette situation et permettre d'atténuer le risque de liquidité dans de telles circonstances.

59. Le tableau suivant fournit des exemples de facteurs pouvant affecter le risque de liquidité:

Type de passif	Exemples de facteurs pouvant affecter le risque de liquidité	Événements potentiels pouvant être simulés
Instruments dérivés	Les variations de la valeur du sous-jacent peuvent engendrer des appels de marge sur des instruments dérivés, ce qui affecte la liquidité disponible du fonds.	Simulation d'une variation de la valeur du sous-jacent d'un instrument dérivé engendrant un appel de marge plus important que prévu
Capital engagé	Les fonds qui investissent dans des biens matériels ou immobiliers doivent souvent engager du capital pour assurer la maintenance de leur investissement, par exemple pour couvrir les frais d'entretien ou de rénovation.	Simulation d'un événement inattendu engendrant une sortie de capital supplémentaire/plus élevée pour un investissement immobilier
Opérations de financement sur titres/gestion efficace du portefeuille	Les fonds qui prêtent des actifs sont exposés au risque de contrepartie de l'emprunteur et au risque de liquidité découlant de tout défaut potentiel. Bien que cela puisse être atténué par les garanties financières, le risque de liquidité ne disparaît pas	Simulation d'un défaut de la contrepartie d'une opération de prêt de titres, et simulation du risque de réinvestissement des garanties en espèces

	complètement (compte tenu de la liquidité du collatéral).	
Paiements d'intérêts/de crédit	Les fonds intégrant l'effet de levier à leur stratégie d'investissement sont exposés au risque de liquidité découlant de facteurs tels que la sensibilité aux fluctuations des taux d'intérêt.	Simulation d'une hausse des taux d'intérêt applicables aux obligations de paiement du fonds

V.1.14 Fonds investissant dans des actifs moins liquides

60. Les simulations de crise de liquidité devraient refléter les risques découlant des actifs moins liquides et les risques liés aux passifs.

61. De nombreux fonds investissant dans des actifs moins liquides sont exposés à des risques distincts découlant non seulement des actifs mais aussi des passifs, contrairement aux fonds qui investissent dans des actifs plus liquides. Par exemple, de nombreux FIA investissant dans des biens immobiliers présentent des périodes de négociation moins fréquentes et des délais de préavis, ce qui réduit le risque lié aux passifs découlant des rachats. Toutefois, ces fonds sont également exposés à un risque lié aux passifs distinct, qui découle de la maintenance et de l'entretien des biens immobiliers (incluant des risques difficiles à simuler, comme les risques juridiques).
62. En outre, les fonds qui investissent dans des actifs moins liquides ont intrinsèquement plus de mal à améliorer la liquidité globale en vendant des actifs pour une décote limitée en période de crise du marché. Pour cette raison, les conclusions tirées des simulations de crise de liquidité effectuées par les gestionnaires d'actifs moins liquides peuvent présenter des caractéristiques spécifiques.
63. Les scénarios peu probables mais à fort impact, comme la difficulté à établir un prix fiable pour les actifs moins liquides en période de crise du marché, jouent un rôle important pour les actifs moins liquides. Ces actifs peuvent être particulièrement exposés à une absence de liquidité en période de crise du marché, ce qui affecte la période de liquidité et le coût de liquidation, et détermine s'il est possible ou non de liquider les actifs dans l'intérêt des investisseurs. Les simulations de crise inversées peuvent être particulièrement utiles dans ce contexte, car elles permettent d'identifier les scénarios qui pourraient engendrer un risque de liquidité important pour le fonds (par exemple ceux susceptibles d'engendrer l'imposition de dispositions spéciales ou de suspensions).
64. De par sa nature, une base d'actifs moins liquides met l'accent sur l'importance pour les gestionnaires de veiller à ce que les investisseurs soient traités de façon objective en période de crise du marché. En conséquence, les simulations de crise de liquidité pourraient aider un gestionnaire à définir un cadre de gouvernance visant à produire

des résultats équitables pour tous les investisseurs, en permettant de modéliser une méthode juste pour la liquidation des actifs.

65. Pour envisager la liquidité d'un fonds, un gestionnaire pourrait par exemple donner la priorité aux simulations de crise de liquidité ponctuelles consacrées aux fonds qui investissent dans des actifs moins liquides si un événement futur pouvant avoir une incidence négative sur la liquidité du fonds a été identifié. Ainsi, les gestionnaires devraient porter une attention particulière à l'adéquation de la fréquence des simulations de crise de liquidité consacrées aux fonds qui investissent dans des actifs moins liquides.
66. Les fonds de fonds qui sont indirectement exposés à des actifs moins liquides par le biais de leurs fonds cibles devraient tenir dûment compte des considérations relatives aux actifs moins liquides. En effet, l'exposition sous-jacente de ces fonds cibles peut engendrer la suspension du véhicule d'investissement cible ou d'autres mesures. Cela peut avoir un impact sur les fonds de fonds, et le modèle de simulation de crise de liquidité devrait tenir compte de ce risque.

V.1.15 Simulations de crise de liquidité combinant les actifs et les passifs

- 67. Après avoir effectué des simulations de crise séparées pour les actifs et les passifs inscrits au bilan du fonds, le gestionnaire devrait combiner leurs résultats de façon appropriée pour déterminer leur incidence globale sur la liquidité du fonds.**
68. Les simulations de crise de liquidité combinant les actifs et les passifs peuvent aider à identifier les fonds présentant le risque de liquidité le plus important à un moment donné, en tenant compte du risque de liquidité découlant non seulement des actifs mais aussi des passifs. Cela peut jouer un rôle important dans les plans d'urgence mis en place par un gestionnaire pour répondre à une crise, par exemple pour se préparer à l'impact d'un risque de liquidité qui se matérialiserait dans un ou plusieurs fonds au niveau de l'entreprise¹².
69. Les gestionnaires devraient intégrer les notes de risque aux simulations de crise de liquidité si cela leur permet de mieux illustrer la liquidité de l'ensemble des fonds qu'ils gèrent, y compris dans les plans d'urgence et dans la préparation opérationnelle à une crise de liquidité.
70. Les simulations de crise de liquidité combinant les actifs et les passifs peuvent produire une mesure d'évaluation ou une note comparable, par exemple en fonction du ratio de couverture des rachats. L'approche choisie par le gestionnaire devrait être expliquée et documentée dans la politique relative aux simulations de crise de liquidité, plus particulièrement si elle n'exige pas d'évaluer le moment et/ou le coût de la liquidation d'actifs au sein d'un portefeuille, comme indiqué au paragraphe 42. Si un fonds géré

¹² CERS/2017/6, page 31

par le gestionnaire peut être comparé à un autre grâce à cette mesure d'évaluation, cela peut constituer un indicateur de risque pertinent pour les dirigeants¹³.

71. Lorsque les notes/mesures d'évaluation du fonds changent de manière significative durant une période donnée, les simulations de crise de liquidité combinant les actifs et les passifs peuvent aider à établir un système d'alerte permettant de déterminer s'il est nécessaire de prendre des mesures pour la liquidité d'un fonds.

V.1.16 Combinaison de simulations de crise de liquidité sur plusieurs fonds

- 72. Tout gestionnaire devrait combiner les simulations de crise de liquidité sur plusieurs fonds qu'il gère s'il estime que cela est approprié pour les fonds concernés.**

73. Pour combiner les simulations de crise de liquidité sur plusieurs fonds, il convient d'utiliser la même simulation de crise de liquidité pour plusieurs fonds présentant des stratégies ou des expositions similaires. Cela peut être utile pour envisager la capacité d'un marché moins liquide à absorber les ventes d'actifs survenant au même moment au sein des fonds gérés par le gestionnaire. Cela peut être particulièrement pertinent lorsque les fonds gérés par le gestionnaire détiennent un volume important d'actifs sur un marché donné. La combinaison des simulations de crise de liquidité peut permettre au gestionnaire de mieux évaluer le coût de liquidation ou la période liquidation de chaque titre, en tenant compte de la taille de l'opération, des conditions de crise en vigueur sur le marché et du risque de contrepartie.

V.2 Orientations applicables aux dépositaires

- 74. Tout dépositaire devrait établir des procédures de vérification appropriées pour s'assurer que le gestionnaire d'un fonds a mis en place des procédures documentées pour son programme de simulations de crise de liquidité.**

75. Cette vérification n'oblige pas le dépositaire à évaluer l'adéquation des simulations de crise de liquidité. Par exemple, l'une des façons de vérifier que des simulations de crise de liquidité sont en place et menées à bien consiste à confirmer que le processus de gestion des risques de l'OPCVM ou la politique de gestion des risques du gestionnaire de FIA oblige le gestionnaire à effectuer des simulations de crise de liquidité pour le fonds.

¹³ Pour de plus amples informations, voir le «[Guide pédagogique sur l'utilisation des stress-tests dans le cadre de la gestion des risques des sociétés de gestion de portefeuille](#)» de l'AMF, page 18, ainsi que le document «[Liquidity stress testing in German asset management companies](#)» (Simulations de crise de liquidité au sein des sociétés de gestion d'actifs allemandes) de la BaFin, pages 29-31.

76. En vertu de la directive OPCVM et de la directive GFIA, les dépositaires sont tenus de mettre en œuvre des procédures permettant de vérifier que le fonds respecte les obligations qui lui incombent en vertu de ces directives¹⁴.
77. Si le dépositaire n'est pas convaincu que des simulations de crise de liquidité sont en place, il devrait prendre les mesures nécessaires, conformément à toute autre preuve de violation potentielle des règles par un gestionnaire. Selon le régime national, cela peut exiger du dépositaire qu'il informe (ou demande au gestionnaire d'informer) l'ANC concernée du manquement du gestionnaire à respecter les règles applicables.
78. Le dépositaire n'a pas à répliquer ou à remettre en question les simulations de crise de liquidité effectuées par un gestionnaire.

V.3 Interaction avec les autorités nationales compétentes

79. Les ANC peuvent, à leur discrétion, demander à un gestionnaire de leur communiquer ses simulations de crise de liquidité afin de prouver qu'un fonds est susceptible de respecter les règles applicables, y compris concernant la capacité du fonds à satisfaire aux demandes de rachat dans des conditions normales et des conditions de crise.
80. En outre, les gestionnaires devraient communiquer aux ANC les risques importants et les mesures prises pour les résoudre.
81. Les ANC peuvent, à leur discrétion, demander aux gestionnaires de leur communiquer toute autre information concernant les simulations de crise de liquidité, y compris les modèles de simulation et leurs résultats. Cela peut être le cas notamment en période de gros volumes de rachats sur l'ensemble du marché.

¹⁴ S'agissant des OPCVM, en vertu de l'article 3, paragraphe 2, du règlement délégué (UE) 2016/438 de la Commission. S'agissant de la directive GFIA, en vertu de l'article 95 du règlement délégué (UE) n° 231/2013 de la Commission.