Commission de Surveillance
du Secteur Financier

# Circulaire CSSF 26/910

## Orientations de l'ESMA relatives aux outils de gestion de la liquidité des OPCVM et des FIA de type ouvert (ESMA34-671404336-1364)

# Circulaire CSSF 26/910

## Orientations de l'ESMA relatives aux outils de gestion de la liquidité des OPCVM et des FIA de type ouvert (ESMA34-671404336-1364)

À tous les gestionnaires de fonds d'investissement luxembourgeois, à tous les organismes de placement collectif luxembourgeois ainsi qu'à ceux qui interviennent dans le fonctionnement et le contrôle de ces organismes.

Luxembourg, le 15 avril 2026

Mesdames, Messieurs,

L'objet de la présente circulaire est de porter à votre attention l'application, par la CSSF, en sa qualité d'autorité compétente, des Orientations de l'ESMA relatives aux outils de gestion de la liquidité des OPCVM et des FIA de type ouvert (ESMA34-671404336-1364) (les « Orientations »), publiées le 12 mars 2026. La CSSF a ainsi intégré ces Orientations dans sa pratique administrative et dans son approche réglementaire en vue de favoriser la convergence en matière de surveillance dans ce domaine au niveau européen.

Les Orientations sont annexées à la présente circulaire et disponibles sur le site Internet de l'ESMA https://www.esma.europa.eu/document/guidelines-liquidity-management-tools-ucits-and-open-ended-aifs.

## 1. Les Orientations

La directive (UE) 2024/927 du Parlement européen et du Conseil du 13 mars 2024 (la « directive (UE) 2024/927 ») modifiant les directives 2011/61/UE (la « directive GFIA ») et 2009/65/CE (la « directive OPCVM ») en ce qui concerne les modalités de délégation, la gestion du risque de liquidité, les déclarations à des fins de surveillance, la fourniture de services de dépositaire et de conservation ainsi que l'octroi de prêts par les fonds d'investissement alternatifs, a introduit notamment, des exigences en matière d'outils de gestion de la liquidité (« LMT ») pour les OPCVM et les gestionnaires de FIA de type ouvert.

Les directives GFIA et OPCVM ont été complétées par le règlement délégué (UE) 2026/465 de la Commission (relatif à la directive GFIA) et le règlement délégué (UE) 2026/466 de la Commission (relatif à la directive OPCVM) en ce qui concerne les normes techniques de réglementation (les « RTS »), telles que prévues à l'article 16, paragraphe 2*octies*, de la directive GFIA, ainsi qu'à l'article 18*bis*, paragraphe 3, de la directive OPCVM, précisant les caractéristiques des LMT.

La directive (UE) 2024/927 a été transposée dans la législation luxembourgeoise par la loi du 3 mars 2026 portant modification de la loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif (la « Loi de 2010 ») et de la loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (la « Loi de 2013 »).

Les Orientations ont été élaborées sur base de l'article 16, paragraphe 2*nonies*, de la directive GFIA, de l'article 18*bis*, paragraphe 4, de la directive OPCVM et de l'article 16, paragraphe 1er, du règlement (UE) n° 1095/2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers).

L'objet des Orientations est d'établir des lignes directrices sur la sélection et le calibrage des LMT par les OPCVM et les GFIA aux fins de la gestion du risque de liquidité ainsi que pour atténuer les risques pour la stabilité financière. Bien que la responsabilité des LMT incombe en premier lieu aux OPCVM et aux GFIA conformément aux Orientations, celles-ci ont également pour objet d'établir des pratiques de surveillance cohérentes, efficientes et effectives et d'assurer une application commune, uniforme et cohérente du droit de l'Union, en particulier de l'article 18*bis*, paragraphe 2, de la directive OPCVM (article 52-1, paragraphe 1er, de la Loi de 2010) et de l'article 16, paragraphes 2*ter* et 2*quater*, de la directive GFIA (article 15-1, paragraphes 1er et 2, de la Loi de 2013) en ce qui concerne la sélection, l'activation et le calibrage des LMT.

## 2. Champ d'application

La présente circulaire s'applique aux gestionnaires de fonds d'investissement (« GFI ») suivants en ce qui concerne les OPCVM et les FIA de type ouvert qu'ils gèrent :

- les sociétés de gestion de droit luxembourgeois soumises au chapitre 15 de la Loi de 2010 ;
- les sociétés de gestion de droit luxembourgeois soumises à l'article 125-2 du chapitre 16 de la Loi de 2010 ;
- les succursales luxembourgeoises de GFI soumises au chapitre 17 de la Loi de 2010 agréées au titre des dispositions de l'article 125-2 de la Loi de 2010 ;
- les sociétés d'investissement d'OPCVM qui n'ont pas désigné de société de gestion au sens de l'article 27 de la Loi de 2010 ;
- les GFIA agréés en vertu du chapitre 2 de la Loi de 2013, ainsi que
- les fonds d'investissement alternatifs à gestion interne au sens de l'article 4, paragraphe 1er, point b), de la Loi de 2013.

La CSSF recommande aux organismes de placement collectif (« OPC ») suivants de prendre en considération les dispositions de la présente circulaire, en conjonction avec le règlement délégué (UE) 2026/465 de la Commission :

- les fonds d'investissement spécialisés (« FIS ») de type ouvert qui ne relèvent pas de la partie II de la loi du 13 février 2007 (la « Loi de 2007 »), qui sont soumis aux dispositions du règlement CSSF N° 15-07 arrêtant les modalités d'application de l'article 42*bis* de la Loi de 2007 en ce qui concerne les exigences en matière de gestion des risques et de conflits d'intérêts ; et
- les OPC de type ouvert soumis à la partie II de la Loi de 2010 qui sont gérés par un GFIA enregistré tel que défini dans la Loi de 2013.

## 3. Résumé des éléments clés des Orientations

Les Orientations sont divisées en quatre sections principales portant notamment sur (1) les principes généraux, (2) les LMT fondés sur des données quantitatives (c.-à-d. suspension de souscriptions, de rachats et de remboursements, mesures de plafonnement des remboursements, prolongation des délais de préavis et remboursements en nature), (3) les outils anti-dilution (« ADT ») (c.-à-d. frais de remboursement, ajustement de la valeur liquidative, régime du double prix, droits d'entrée/de sortie ajustables acquis au fonds), et (4) les cantonnements d'actifs.

Les principes généraux mettent l'accent sur la responsabilité primaire des GFI en ce qui concerne la gestion du risque de liquidité, ainsi que la sélection, le calibrage, l'activation et la désactivation des LMT. Ils soulignent en outre que, lors de la sélection des LMT appropriés, les GFI devraient dûment s'assurer que les LMT sélectionnés permettront de gérer efficacement le risque de liquidité du fonds

tant dans des conditions de marché normales que dans des conditions de marché tendues, et que la sélection est aussi complète que possible pour tenir compte des différentes circonstances.

Afin d'aider les GFI dans la sélection et l'évaluation de l'adéquation des LMT pour leurs fonds, les Orientations fournissent un ensemble minimal de facteurs pertinents que les GFI devraient prendre en considération (c.-à-d. la structure juridique du fonds, la stratégie/politique d'investissement du fonds, les conditions de transaction du fonds, le profil de liquidité du fonds, les résultats des simulations de crise de liquidité, les caractéristiques de la base d'investisseurs du fonds, la politique de distribution du fonds et toute autre barrière ou complexité opérationnelles).

De plus, les Orientations indiquent que les GFI peuvent choisir de sélectionner plus que les deux LMT obligatoires parmi les listes figurant à l'annexe IIA de la directive OPCVM et à l'annexe V de la directive GFIA ainsi que des mesures de liquidité supplémentaires. Ainsi, les GFI devraient tenir compte, le cas échéant, de l'intérêt de sélectionner au moins un LMT fondé sur des données quantitatives et au moins un ADT, tout en envisageant également de sélectionner un LMT à utiliser dans des conditions de marché normales et un LMT à utiliser dans des conditions de marché tendues.

Lorsqu'ils envisagent l'activation de LMT, les GFI devraient évaluer s'il y a lieu d'activer ces outils individuellement ou en combinaison avec d'autres LMT ou d'autres mesures de liquidité.

Les GFI devraient être en mesure de démontrer, à la demande de la CSSF, que le calibrage et l'activation des LMT sélectionnés sont au mieux de l'intérêt de tous les investisseurs et sont appropriés et efficaces compte tenu des conditions du marché et des caractéristiques pertinentes du fonds.

Les GFI devraient également éviter que certains investisseurs soient en mesure de bénéficier d'informations sur la probabilité de l'activation des LMT.

Les sections suivantes des Orientations fournissent des lignes directrices sur mesure sur chaque LMT figurant à l'annexe IIA de la directive OPCVM et à l'annexe V de la directive GFIA. Les lignes directrices couvrent différents aspects relatifs à la sélection, l'activation et le calibrage des LMT que les GFI devraient prendre en considération.

Plus précisément, en ce qui concerne les ADT, les Orientations indiquent qu'ils devraient être pris en compte pour tous les types de fonds afin d'imposer les coûts estimés de liquidité aux investisseurs effectuant des transactions dans des conditions de marché tant normales que tendues afin d'atténuer la dilution significative des investisseurs et un potentiel avantage au premier sortant. Cependant, selon les Orientations, les GFI devraient tenir compte du fait que l'activation des ADT peut être plus difficile dans certaines circonstances (par exemple, lorsque la liquidité du marché est limitée et/ou en cas d'incertitude d'évaluation). Il est rappelé que l'activation des ADT n'affecte pas l'obligation du GFI d'évaluer tous les actifs de manière équitable et appropriée à tout moment et que les GFI devraient régulièrement réexaminer le calibrage des ADT et l'ajuster si nécessaire afin de s'assurer que celui-ci reflète efficacement les coûts estimés de liquidité. À la demande de la CSSF, les GFI devraient être en mesure de démontrer que le calibrage des ADT est équitable et raisonnable dans des conditions de marché tant normales que tendues, en tenant compte au mieux de l'intérêt des investisseurs.

## 4. Date d'entrée en vigueur

La présente circulaire, ainsi que les Orientations, s'appliquent à compter du 16 avril 2026. Par voie de dérogation, en ce qui concerne les fonds existant avant la date d'application, les Orientations s'appliquent douze mois à compter de cette date (c.-à-d. 16 avril 2027).

**Pascale TOUSSING**
Directeur

**Claude WAMPACH**
Directeur

**Marco ZWICK**
Directeur

**Jean-Pierre FABER**
Directeur

**Claude MARX**
Directeur général

Annexe Orientations de l'ESMA relatives aux outils de gestion de la liquidité des OPCVM et des FIA de type ouvert (ESMA34-671404336-1364)

12/03/2026
ESMA34-671404336-1364

# Orientations

relatives aux outils de gestion de la liquidité des OPCVM et des FIA de type ouvert

# Table des matières


1. Champ d'application....3
2. Références législatives, abréviations et définitions....4
   2.1 Références législatives....4
   2.2 Abréviations....4
   2.3 Définitions....5
3. Objet....5
4. Obligations en matière de conformité et de déclaration....6
5. Orientations sur les outils de gestion de la liquidité des OPCVM et des FIA de type ouvert....7
   5.1 Orientations sur les principes généraux....7
   5.2 Orientations sur les outils de gestion de la liquidité fondés sur des données quantitatives....9
   5.2.1 Orientations sur la suspension de souscriptions, de rachats et de remboursements («suspensions»)....9
   5.2.2 Orientations sur les mesures de plafonnement des remboursements....10
   5.2.3 Orientations sur la prolongation des délais de préavis....11
   5.2.4 Orientations sur les remboursements en nature....12
   5.3 Orientations sur les outils anti-dilution....12
   5.3.1 Orientations sur les frais de remboursement....13
   5.3.2 Orientations sur l'ajustement de la valeur liquidative....14
   5.3.3 Orientations sur le régime du double prix....15
   5.3.4 Orientations sur les droits d'entrée/de sortie ajustables acquis au fonds (ADL) 15
   5.4 Orientations sur les cantonnements d'actifs....16

# 1. Champ d'application

**Qui?**

1. Les présentes orientations s'appliquent aux autorités compétentes et aux gestionnaires de fonds

**Quoi?**

2. Les présentes orientations s'appliquent en lien avec l'article 18 *bis*, paragraphe 2, de la directive OPCVM et l'article 16, paragraphes 2 *ter* et 2 *quater*, de la directive GFIA.

**Quand?**

3. Les présentes orientations s'appliquent à compter de la date d'application des normes techniques de réglementation visées à l'article 18 *bis*, paragraphe 3, de la directive OPCVM et à l'article 16, paragraphe 2 *octies*, de la directive GFIA.

4. Par dérogation au point précédent, en ce qui concerne un fonds existant avant la date d'application visée audit alinéa, les présentes orientations s'appliquent douze mois à compter de cette date.

# 2. Références législatives, abréviations et définitions

## 2.1 Références législatives

| | |
|---|---|
| Directive OPCVM | Directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) ([1]) |
| Directive GFIA | 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) nº 1060/2009 et (UE) nº 1095/2010 ([2]) |
| Règlement instituant l'ESMA | Règlement (UE) nº 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), modifiant la décision nº 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/77/CE de la Commission ([3]) |

## 2.2 Abréviations

| | |
|---|---|
| ADL | Droits d'entrée/de sortie ajustables acquis au fonds |
| ADT | Outil anti-dilution |
| FIA | Fonds d'investissement alternatif |
| Gestionnaire de FIA | Gestionnaire de fonds d'investissement alternatifs |
| LMT | Outil de gestion de la liquidité |
| OPCVM | Organisme de placement collectif en valeurs mobilières |
| VNI | Valeur nette d'inventaire |

([1]) JO L 302 du 17.11.2009, p. 32.
([2]) JO L 174 du 1.7.2011, p. 1.
([3]) JO L 331 du 15.12.2010, p. 84.

## 2.3 Définitions

| | |
|---|---|
| ADT | frais de remboursement, ajustement de la valeur liquidative, régime du double prix, droits d'entrée/de sortie ajustables acquis au fonds |
| Circonstances exceptionnelles | événements imprévus, environnements opérationnels ou environnements réglementaires ayant une incidence significative sur la capacité du fonds à réaliser des fonctions opérationnelles normales et qui empêcheraient temporairement le gestionnaire du fonds de remplir les obligations de financement découlant du passif du bilan |
| Gestionnaire de fonds | a) une société de gestion telle que définie à l'article 2, paragraphe 1, point b), de la directive OPCVM;<br><br>b) une société d'investissement n'ayant pas désigné une société de gestion agréée conformément à la directive OPCVM, visée à l'article 30, premier alinéa, de la directive OPCVM;<br><br>c) un gestionnaire tel que défini à l'article 4, paragraphe 1, point b de la directive GFIA d'un FIA de type ouvert |
| Outils de gestion de la liquidité sélectionnés | outils de gestion de la liquidité (LMT) sélectionnés par le gestionnaire de fonds parmi ceux figurant à l'annexe IIA, points 2 à 8, de la directive OPCVM et à l'annexe V, points 2 à 8, de la directive GFIA, p. ex.: mesure de plafonnement des remboursements, prolongation des délais de préavis, frais de remboursement, ajustement de la valeur liquidative, régime du double prix, droits d'entrée/de sortie ajustables acquis au fonds, remboursement en nature |

# 3. Objet

5. Les présentes orientations sont publiées conformément aux mandats énoncés dans la directive modificative de la directive GFIA et de la directive OPCVM [directive (UE) 2024/927 du Parlement européen et du Conseil (4)]. Plus précisément,

(4) Directive (UE) 2024/927 du Parlement européen et du Conseil du 13 mars 2024 modifiant les directives 2011/61/UE et 2009/65/CE en ce qui concerne les modalités de délégation, la gestion du risque de liquidité, les déclarations à des fins de

les mandats prévus à l'article 18 *bis*, paragraphe 4, de la directive OPCVM et à l'article 16, paragraphe 2 *nonies*, de la directive GFIA prévoient que l'ESMA élabore des orientations sur la sélection et le calibrage des LMT par les OPCVM et les gestionnaires aux fins de la gestion du risque de liquidité ainsi que pour atténuer les risques pour la stabilité financière.

6. Les présentes orientations se fondent également sur l'article 16, paragraphe 1, du règlement instituant l'ESMA.

7. Bien que la responsabilité des LMT incombe en premier lieu aux OPCVM et aux gestionnaires, les présentes orientations ont pour objet d'établir des pratiques de surveillance cohérentes, efficientes et effectives et d'assurer une application commune, uniforme et cohérente du droit de l'Union, en particulier de l'article 18 *bis*, paragraphe 2, de la directive OPCVM et de l'article 16, paragraphes 2 *ter* et 2 *quater*, de la directive GFIA en ce qui concerne la sélection, l'activation et le calibrage des LMT.

# 4. Obligations en matière de conformité et de déclaration

## 4.1. Statut des orientations

8. En vertu de l'article 16, paragraphe 3, du règlement instituant l'ESMA, les autorités compétentes et les acteurs des marchés financiers doivent tout mettre en œuvre pour respecter les présentes orientations.

9. Les autorités compétentes 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 données 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.

## 4.2. Exigences de déclaration

10. Les autorités compétentes auxquelles les présentes orientations s'appliquent doivent notifier à l'ESMA si elles se conforment ou ont l'intention de se conformer ou non aux orientations, en indiquant les motifs justifiant la non-conformité, dans un délai de deux mois à compter de la date de publication par l'ESMA. Si aucune réponse n'a été reçue passé ce délai, il sera considéré que les autorités compétentes ne se

surveillance, la fourniture de services de dépositaire et de conservation ainsi que l'octroi de prêts par les fonds d'investissement alternatifs (JO L, 2024/927, 26.3.2024).

conforment pas aux orientations. Un formulaire de notification est disponible sur le site internet de l'ESMA.

11. Les acteurs des marchés financiers n'ont pas l'obligation de notifier s'ils se conforment aux présentes orientations.

# 5. Orientations sur les outils de gestion de la liquidité des OPCVM et des FIA de type ouvert

## 5.1 Orientations sur les principes généraux

12. La responsabilité de la gestion du risque de liquidité, ainsi que de la sélection, du calibrage, de l'activation et de la désactivation des LMT, incombe en premier lieu au gestionnaire du fonds. Lors de la sélection des LMT appropriés , les gestionnaires de fonds devraient dûment s'assurer que les LMT sélectionnés permettront de gérer efficacement le risque de liquidité du fonds tant dans des conditions de marché normales que dans des conditions de marché tendues, et que la sélection est aussi complète que possible pour tenir compte des différentes circonstances.

13. Conformément à l'article 18 *bis*, paragraphe 2, de la directive OPCVM et à l'article 16, paragraphe 2, point b), de la directive GFIA, lors de la sélection des LMT figurant à l'annexe IIA de la directive OPCVM et à l'annexe V de la directive GFIA, les gestionnaires de fonds devraient évaluer l'adéquation de ces outils à la lumière de tous les facteurs pertinents, y compris au moins les éléments suivants:

a) la structure juridique du fonds et toute caractéristique spécifique associée à la manière dont il est structuré (par exemple, fonds indiciels, structure maître-nourricier);

b) la stratégie d'investissement et la politique d'investissement du fonds;

c) les conditions de transaction du fonds, y compris, entre autres, la durée minimale du délai de préavis, la période d'immobilisation, le délai de règlement, la politique de remboursement et la fréquence des transactions;

d) le profil de liquidité du fonds et de ses actifs sous-jacents, y compris toute demande de liquidité anticipée, en tenant compte des remboursements des investisseurs et d'autres sources potentielles de risque de liquidité découlant du passif du bilan du fonds (par exemple, les appels de marge) dans des conditions de marché normales et des conditions de marché tendues, et de l'incidence sur le profil de liquidité du fonds de l'activation des LMT;

e) les résultats des simulations de crise de liquidité;

f) les caractéristiques de la base d'investisseurs du fonds;

g) la politique de distribution du fonds;

h) toute autre barrière ou complexité opérationnelles pertinentes susceptibles d'avoir une incidence sur la faisabilité de la mise en œuvre de certains LMT.

14. Bien que la directive OPCVM et la directive GFIA exigent la sélection d'au moins deux LMT appropriés parmi les listes figurant à l'annexe IIA de la directive OPCVM et à l'annexe V de la directive GFIA, les gestionnaires peuvent choisir de sélectionner plus de deux LMT ainsi que des mesures de liquidité supplémentaires, afin de garantir la résilience globale du fonds et sa capacité à gérer sa liquidité dans des conditions de marché normales comme dans des conditions de marché tendues. Lorsqu'ils sélectionnent des LMT ou des mesures de liquidité, les gestionnaires de fonds devraient évaluer leur adéquation à la lumière de tous les facteurs pertinents, y compris au moins les facteurs visés au paragraphe précédent.

15. Lors de la sélection des deux LMT minimum obligatoires, les gestionnaires de fonds devraient tenir compte, le cas échéant, de l'intérêt de sélectionner au moins un outil de gestion de la liquidité fondé sur des données quantitatives (c'est-à-dire: mesures de plafonnement des remboursements, prolongation des délais de préavis) et au moins un ADT (c'est-à-dire: frais de remboursement, ajustement de la valeur liquidative, régime du double prix, droits d'entrée/de sortie ajustables acquis au fonds), en tenant compte de la stratégie d'investissement, de la politique de remboursement et du profil de liquidité du fonds, ainsi que des conditions du marché dans lesquelles les LMT pourraient être activés. Dans ce contexte, les gestionnaires de fonds peuvent envisager de sélectionner un LMT à utiliser dans des conditions de marché normales et un LMT à utiliser dans des conditions de marché tendues.

16. Lorsqu'ils envisagent l'activation d'un ou de plusieurs LMT, les gestionnaires de fonds devraient évaluer s'il y a lieu d'activer ces outils individuellement ou en combinaison avec d'autres LMT ou d'autres mesures de liquidité.

17. Les gestionnaires de fonds devraient être en mesure de démontrer, à la demande de l'autorité compétente, que l'activation et le(s) calibrage(s) des LMT sélectionnés sont au mieux de l'intérêt de tous les investisseurs et sont appropriés et efficaces compte tenu des conditions du marché et des caractéristiques pertinentes du fonds (par exemple: le profil de liquidité, le type d'actifs sous-jacents, la base d'investisseurs).

18. Les gestionnaires de fonds devraient veiller à ce que le niveau des ordres de souscription et de remboursement reçus soit traité de manière à éviter que certains

investisseurs bénéficient d'informations sur la probabilité que les LMT puissent être activés (par exemple: des seuils d'activation peuvent être atteints en cas de mesure de plafonnement des remboursements).

## 5.2 Orientations sur les outils de gestion de la liquidité fondés sur des données quantitatives

### 5.2.1 Orientations sur la suspension de souscriptions, de rachats et de remboursements («suspensions»)

19. Les gestionnaires de fonds ne devraient envisager l'activation de suspensions que dans des circonstances exceptionnelles et lorsque cela se justifie eu égard aux intérêts de leurs investisseurs. Une liste non exhaustive des circonstances exceptionnelles dans lesquelles un gestionnaire de fonds peut envisager d'activer des suspensions comprend: des difficultés d'évaluation des actifs; de graves problèmes de liquidité (par exemple, en raison d'appels de marge, d'un rachat important) lorsque l'exécution de la vente d'actifs sous-jacents pourrait entraîner des problèmes de liquidité pour le fonds (par exemple, des ventes d'actifs à des prix dégradés, une forte dilution des investisseurs restants); un cyber-incident critique qui a une incidence sur le fonds, le gestionnaire de fonds et/ou la capacité du prestataire de services du fonds à exercer ses activités; des fermetures de marché imprévues, des restrictions à la négociation, la fermeture de plateformes de négociation; une crise financière et/ou politique grave; la détection d'une fraude importante; une catastrophe naturelle.

20. Les suspensions peuvent inclure la suspension du calcul de la VNI, en particulier en cas d'évaluation incertaine et lorsqu'il n'est pas possible de calculer la VNI du ou des fonds. Dans les autres cas, et dans la mesure du possible, le gestionnaire du fonds devrait continuer à évaluer les actifs du fonds et publier une VNI afin de garantir que des informations appropriées sont fournies aux investisseurs, y compris le fait que le fonds est fermé pour les souscriptions, les rachats et les remboursements.

21. Bien que les suspensions puissent, dans certains cas, être activées lorsque le gestionnaire du fonds décide s'il faut liquider le fonds, les gestionnaires de fonds devraient veiller à ce que les suspensions ne soient activées que de manière temporaire (c'est-à-dire dans le but de ne pas suspendre définitivement le fonds, mais de le rouvrir, de le liquider ou d'activer des mécanismes de cantonnements d'actifs, si nécessaire, à un moment donné).

22. Les gestionnaires de fonds devraient envisager des calibrages pertinents pour les suspensions afin d'inclure:

    a) les critères d'évaluation et de suivi des conditions qui ont motivé leur activation;

b) les critères de réexamen et, éventuellement, de révision de la décision de suspension, ainsi que l'évolution des circonstances qui les justifierait.

### 5.2.2 Orientations sur les mesures de plafonnement des remboursements

23. Les gestionnaires de fonds devraient envisager la sélection de mesures de plafonnement des remboursements pour tous les fonds, étant donné que tous les actifs pourraient subir des problèmes de liquidité en cas de conditions de marché tendues et que l'activation de cet outil de gestion de la liquidité pourrait être utile pour éviter l'activation de suspensions.

24. La sélection des mesures de plafonnement des remboursements doit être envisagée en particulier par:

a) les gestionnaires de fonds dont la base d'investisseurs est concentrée, pour lesquels un remboursement d'une taille significative pourrait causer des problèmes de liquidité au fonds et nuire aux investisseurs, en particulier aux investisseurs restants;

b) les gestionnaires de fonds dont les actifs pourraient être moins liquides, intrinsèquement illiquides, ou qui pourraient devenir illiquides en période de tensions sur les marchés et/ou dont la vente pourrait prendre plus de temps.

25. Les gestionnaires de fonds devraient envisager l'activation de mesures de plafonnement des remboursements en cas de demandes de remboursement lorsque le seuil est dépassé. L'activation de mesures de plafonnement des remboursements peut être moins appropriée lorsqu'un fonds a des problèmes d'évaluation, auquel cas le gestionnaire peut envisager le recours à d'autres LMT (par exemple, des suspensions en même temps que la suspension de la VNI).

26. Les gestionnaires de fonds devraient calibrer le seuil d'activation afin de s'assurer qu'il fonctionne efficacement, de sorte qu'une mesure de plafonnement des remboursements puisse être activée chaque fois que le gestionnaire a besoin de limiter les remboursements au mieux de l'intérêt des investisseurs. Lors du calibrage de ce seuil, les gestionnaires devraient tenir dûment compte des éléments suivants:

a) la fréquence de calcul de la VNI;

b) l'objectif d'investissement du fonds;

c) la liquidité des actifs sous-jacents;

d) les conditions actuelles du marché;

e) les flux de trésorerie attendus.

27. Les gestionnaires de fonds ne devraient pas restreindre l'utilisation des mesures de plafonnement des remboursements en ce qui concerne la période maximale pendant laquelle elles peuvent être utilisées (durée maximale des mesures de plafonnement des remboursements) ou le nombre maximal de fois que les mesures de plafonnement des remboursements peuvent être activées (utilisation maximale des mesures de plafonnement des remboursements), pour autant que l'activation de la mesure reste de nature temporaire. Ces questions devraient être déterminées par le gestionnaire du fonds au cas par cas.

27.a Les gestionnaires de FIA qui n'ont pas d'investisseurs de détail et qui ont un nombre limité d'investisseurs professionnels devraient envisager des mesures de plafonnement des remboursements au niveau des investisseurs, seules ou en combinaison avec des mesures de plafonnement au niveau des fonds, afin d'atténuer l'avantage au premier sortant.

### 5.2.3 Orientations sur la prolongation des délais de préavis

28. Les gestionnaires de fonds devraient envisager de sélectionner une prolongation des délais de préavis pour tous les fonds, mais, étant donné que ce LMT offre un délai supplémentaire pour liquider les actifs sous-jacents, il convient d'y accorder une attention particulière en ce qui concerne:

a) les fonds dont la liquidité est particulièrement susceptible de se détériorer en période de tensions sur les marchés;

b) les FIA investis dans des actifs moins liquides et, en particulier, dans des fonds immobiliers et de capital-investissement, qui devraient déjà avoir une fréquence de remboursement appropriée correspondant au niveau de liquidité de leurs actifs dans des conditions de marché normales.

29. Les gestionnaires de fonds devraient envisager l'activation de la prolongation des délais de préavis dans des conditions de marché tant normales que tendues, en tenant compte du fait qu'elle peut être particulièrement utile dans certaines circonstances, par exemple en cas de pressions sur les remboursements.

30. Les gestionnaires de fonds devraient évaluer soigneusement si l'activation de la prolongation des délais de préavis est appropriée pour les OPCVM dans des conditions de marché normales, en tenant compte de la liquidité de leurs actifs et au mieux de l'intérêt des investisseurs.

31. Afin d'éviter d'inciter à une augmentation des demandes de remboursement, les gestionnaires de fonds devraient calibrer soigneusement la durée de la prolongation des délais de préavis, en tenant compte du temps nécessaire à la liquidation ordonnée des instruments sous-jacents au mieux de l'intérêt des investisseurs.

### 5.2.4 Orientations sur les remboursements en nature

32. Lorsqu'ils sélectionnent les remboursements en nature, les gestionnaires de fonds devraient tenir compte des éléments suivants:

    a) la structure du fonds;

    b) la concentration des investisseurs;

    c) les types d'actifs; et

    d) les restrictions applicables qui s'appliquent à l'utilisation des remboursements en nature uniquement pour les investisseurs professionnels, conformément à l'article 18 *bis*, paragraphe 2, de la directive OPCVM et à l'article 16, paragraphe 2 *ter*, de la directive GFIA.

## 5.3 Orientations sur les outils anti-dilution

33. Les gestionnaires de fonds devraient envisager la sélection d'ADT pour tous les types de fonds afin d'atténuer la dilution significative des investisseurs et un potentiel avantage au premier sortant.

34. Les gestionnaires de fonds devraient évaluer soigneusement les différents niveaux d'activation des ADT au niveau du fonds et fixer à l'avance, puis réexaminer régulièrement des seuils d'activation appropriés et prudents afin d'éviter toute incidence de dilution significative sur les investisseurs, dans des conditions de marché tant normales que tendues et en fonction de la stratégie d'investissement, des actifs gérés, de la taille et des caractéristiques du portefeuille, du coût estimé de la liquidité, du profil des investisseurs, du profil de liquidité de chaque fonds et des flux historiques du fonds.

35. Les gestionnaires de fonds devraient tenir compte du fait que l'activation des ADT peut être plus difficile dans certaines circonstances, par exemple lorsque la liquidité du marché est limitée et/ou en cas d'incertitude d'évaluation. Dans de tels cas, les gestionnaires de fonds peuvent envisager l'utilisation d'autres LMT en plus des ADT (par exemple, des LMT fondés sur des données quantitatives).

36. Les gestionnaires de fonds devraient veiller à ce que l'activation des ADT n'affecte pas l'obligation du gestionnaire de fonds d'évaluer tous les actifs de manière équitable et appropriée à tout moment.

37. Les gestionnaires de fonds devraient activer les ADT dans des conditions de marché tant normales que tendues afin d'imposer les coûts estimés de liquidité aux investisseurs souscripteurs et/ou remboursés. Le coût estimé de liquidité devrait:

    a) inclure les coûts de transaction explicites des souscriptions, rachats ou remboursements;

    b) prendre en considération les coûts de transaction implicites, y compris toute incidence significative sur le marché des achats ou des ventes d'actifs, uniquement lorsque cela est approprié pour la stratégie d'investissement et estimé dans toute la mesure du possible. Une base raisonnable pour l'estimation de l'incidence sur le marché pourrait être d'analyser les transactions antérieures dans des conditions de marché similaires afin de comparer la différence entre le prix au moment où l'ordre a été placé et le prix final exécuté;

    c) être fondé, comme point de départ, sur les coûts associés à la transaction d'une tranche au prorata de tous les actifs du portefeuille (c'est-à-dire une «approche au prorata»), sauf si cela ne représente pas une estimation juste du coût réel de liquidité. Lorsque l'approche au prorata ne représente pas une estimation juste du coût de liquidité, l'estimation peut être ajustée de façon à refléter plus précisément le coût de liquidité attendu lors de transactions sur des titres sélectionnés du portefeuille. Les gestionnaires peuvent envisager d'utiliser le coût au prorata en période de tensions, lorsque cela est le plus pertinent pour atténuer l'incidence potentielle de la dilution sur les investisseurs restants.

38. Afin de s'assurer que le calibrage des ADT reflète efficacement les coûts estimés de liquidité, conformément au paragraphe précédent, le gestionnaire du fonds devrait régulièrement réexaminer le calibrage et l'ajuster si nécessaire.

39. Les gestionnaires de fonds devraient être en mesure de démontrer, à la demande de l'autorité compétente nationale concernée, que le calibrage des ADT est équitable et raisonnable dans des conditions de marché tant normales que tendues, en tenant compte au mieux de l'intérêt des investisseurs.

### 5.3.1 Orientations sur les frais de remboursement

40. Les gestionnaires de fonds peuvent envisager de sélectionner les frais de remboursement pour tous les types de fonds, mais les frais de remboursement peuvent être les plus utiles pour les fonds suivants:

a) les fonds qui investissent dans des actifs dont les coûts de transaction sont fixes, transparents et/ou prévisibles, tels que les frais d'agence immobilière ou les frais de notaire, et/ou dont les coûts de transaction sont peu variables (par exemple, les taxes et les prélèvements fixes sur les transactions immobilières);

b) les fonds qui sont investis dans des actifs moins liquides et pour lesquels d'autres ADT, comme l'ajustement de la valeur liquidative, pourraient être difficiles ou impossibles à mettre en œuvre en raison de sources de détermination des prix peu fréquentes et limitées.

41. Lors du calibrage de la fourchette prédéterminée des frais de remboursement, les gestionnaires de fonds devraient appliquer une méthode qui, si elle est statique, permet un réexamen et un ajustement, afin de tenir compte du coût plus élevé de liquidité ou des conditions de marché tendues.

### 5.3.2 Orientations sur l'ajustement de la valeur liquidative

42. Les gestionnaires de fonds devraient envisager la sélection de l'ajustement de la valeur liquidative pour les fonds dont les actifs sous-jacents sont activement négociés et dont les informations sur les coûts de transaction (cours acheteur/cours vendeur) sont disponibles et fréquemment mises à jour, en particulier lorsque les fonds investissent principalement dans des actifs dont les coûts de liquidité dépendent du marché. Les gestionnaires de fonds devraient tenir compte du fait que l'ajustement de la valeur liquidative peut être moins approprié lorsque les coûts de transaction ne sont pas facilement disponibles.

43. Les gestionnaires de fonds devraient fonder leur décision d'activer un modèle spécifique d'ajustement de la valeur liquidative (c'est-à-dire complet, partiel avec un facteur d'ajustement unique ou à plusieurs niveaux) et le calibrage du facteur d'ajustement, sur les conditions du marché, sur la base d'une méthodologie déterminée par le gestionnaire du fonds.

44. Lors du calibrage de l'ajustement de la valeur liquidative, les gestionnaires de fonds devraient veiller à ce que le coût estimé de la liquidité, à la lumière des conditions du marché et conformément aux principes énoncés au paragraphe 37, soit intégré dans le facteur d'ajustement, y compris, le cas échéant, toute incidence significative des transactions sur le marché.

45. Les gestionnaires de fonds peuvent fixer un facteur d'ajustement maximal. Si l'adaptation du facteur d'ajustement excède le facteur d'ajustement maximal, le gestionnaire du fonds devrait être en mesure de justifier, si l'autorité compétente l'exige, a posteriori, le facteur d'ajustement appliqué.

46. Les gestionnaires de fonds devraient veiller à ce qu'une décision de recalibrage du facteur d'ajustement maximal soit justifiée et prise au mieux des intérêts des investisseurs.

### 5.3.3 Orientations sur le régime du double prix

47. Les gestionnaires de fonds devraient considérer la sélection du régime du double prix comme potentiellement appropriée pour les fonds qui investissent principalement dans des actifs dont les coûts de liquidité sont principalement reflétés par un écart entre cours acheteur et cours vendeur.

48. Bien que le régime du double prix puisse être plus approprié pour les fonds qui investissent dans des actifs dont les coûts de liquidité se composent principalement de l'écart entre cours acheteur et cours vendeur, les gestionnaires de fonds devraient tenir compte séparément, par ajustement supplémentaire de la VNI, de toute incidence significative sur le marché ou des coûts de transaction explicites.

### 5.3.4 Orientations sur les droits d'entrée/de sortie ajustables acquis au fonds (ADL)

49. Les gestionnaires de fonds devraient considérer que les ADL sont particulièrement appropriés pour les fonds:

    a) présentant une concentration d'investisseurs élevée (c'est-à-dire un petit nombre d'investisseurs), pour faire face au risque qu'un ou plusieurs investisseurs puissent demander le remboursement intégral de leurs actions à bref délai;

    b) présentant des niveaux significatifs d'activité de souscription et/ou de remboursement susceptibles d'avoir une incidence négative sur les investisseurs existants du fonds (par exemple, les fonds plus petits au regard de la VNI pourraient être davantage affectés par le coût de liquidité causé par des remboursements importants);

    c) qui investissent dans des actifs moins liquides (par exemple, obligations à haut risque, actions à faible capitalisation);

    d) lorsque des informations sur les coûts de transaction (cours acheteur/cours vendeur) sont généralement disponibles (par exemple: fonds qui investissent dans des actifs avec des coûts de liquidité dépendant du marché).

50. Les gestionnaires de fonds devraient noter que les ADL peuvent être activés de manière continue ou dynamique sur la base de seuils et de déclencheurs prédéfinis.

51. Bien que les ADL puissent être mis en œuvre de manière cohérente dans des conditions normales de marché, les gestionnaires de fonds devraient réexaminer leur calibrage en fonction de l'évolution des conditions de marché afin de garantir leur efficacité à préserver la liquidité du fonds.

52. Les gestionnaires de fonds devraient calibrer les ADL sur la base des mêmes facteurs que ceux utilisés pour calibrer les facteurs d'ajustement, c'est-à-dire que le calibrage des ADL devrait inclure tous les coûts de transaction explicites et implicites estimés, le cas échéant et conformément aux principes énoncés au paragraphe 37, et qu'il devrait être réexaminé et, le cas échéant, ajusté afin de garantir que les droits peuvent évoluer régulièrement à la lumière des conditions du marché.

## 5.4 Orientations sur les cantonnements d'actifs

53. Les gestionnaires de fonds ne devraient envisager l'activation des cantonnements d'actifs que dans des circonstances exceptionnelles et lorsque cela se justifie eu égard aux intérêts de leurs investisseurs. Une liste non exhaustive des circonstances exceptionnelles dans lesquelles un gestionnaire de fonds peut envisager d'activer des cantonnements d'actifs comprend:

    a) une incertitude d'évaluation importante et/ou une illiquidité d'une partie spécifique du portefeuille du fonds pour laquelle il n'existe pas de marché actif et/ou pour laquelle la négociation est interdite (par exemple en raison de sanctions) et/ou pour laquelle l'évaluation à la juste valeur est temporairement indisponible en vue de la séparer du reste du fonds (afin de permettre à cette partie de rester ouverte aux investisseurs);

    b) une fraude, une crise financière ou une guerre touchant un secteur ou une région en particulier.

54. Lors du calibrage des cantonnements d'actifs, les gestionnaires devraient:

    a) déterminer les circonstances d'activation d'un cantonnement d'actifs et définir le moment auquel de telles conditions cessent d'exister;

    b) définir des critères d'évaluation et de suivi des conditions qui ont conduit à l'utilisation du cantonnement d'actifs;

    c) examiner le bien-fondé de placer de la trésorerie pour gérer les passifs potentiels des cantonnements d'actifs;

d) définir les critères de réexamen et, le cas échéant, de révision de la décision relative au cantonnement d'actifs, ainsi que l'évolution des circonstances qui les justifierait.