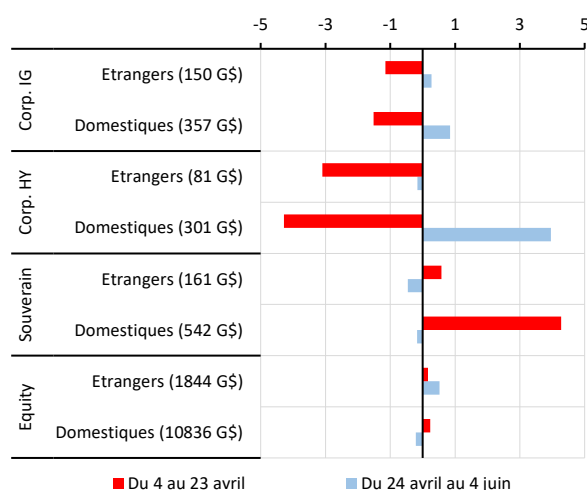


Généraliser l'adoption d'outils de gestion de la liquidité par les fonds

Pierre-Emmanuel Darpeix, Inès Rispal, Aymeric Schneider et Alice Schwenninger

La croissance des fonds d'investissement dans le secteur financier a fait émerger de nouveaux risques. La crise de la Covid-19 a illustré comment ceux-ci pouvaient être exposés à des rachats importants dans des conditions où la liquidité de marché s'évapore. Plus récemment, le choc des annonces du « Liberation Day » a fait réagir les investisseurs des fonds exposés aux États-Unis. Afin de limiter le risque de ventes forcées pouvant amplifier les chocs financiers, les autorités européennes promeuvent l'usage des instruments de gestion de la liquidité.

Graphique 1 : Flux cumulés de l'encours des fonds mondiaux investissant aux États-Unis à la suite des annonces de droits de douane américains



En pourcentage de l'encours ; source : données EPFR, calculs Banque de France à partir des données de flux hebdomadaires. Le total des actifs sous gestion est indiqué entre parenthèses, au 4 juin 2025. Note : Les fonds domestiques sont les fonds domiciliés aux États-Unis dont le mandat d'investissement couvre respectivement les actions, les obligations souveraines et les obligations d'entreprise de notations investment grade (IG) et high yield (HY) états-uniennes. Les fonds étrangers sont les fonds domiciliés en dehors des États-Unis dont le mandat est d'investir aux États-Unis dans ces mêmes classes d'actifs.

Les outils de gestion de la liquidité permettent aux fonds de faire face à des périodes de tension

Les fonds d'investissement ouverts, permettant aux investisseurs d'entrer ou de sortir à intervalles réguliers, peuvent présenter un risque de liquidité lorsque les investisseurs ont la faculté de demander le rachat de leurs parts (au passif du bilan des fonds) à une fréquence plus élevée que le temps estimé pour céder des actifs en portefeuille sans décote excessive. Ce risque peut se renforcer en période de crise lorsque la liquidité des marchés sous-jacents se détériore et que les prix s'ajustent moins rapidement, incitant les investisseurs à accélérer les demandes de rachat de leurs parts (*first-mover advantage*).

Ainsi, à la suite du « *Liberation Day* », les investisseurs sont massivement sortis des fonds obligataires d'entreprises (à la fois américains et étrangers), davantage exposés aux conséquences de ces annonces. Les investisseurs se sont parallèlement reportés sur les fonds américains investis en dette souveraine. Les flux des fonds actions (américains et étrangers) sont restés globalement stables (Graphique 1).

En complément d'un suivi continu de leur risque de liquidité, exigé par la réglementation, certains gérants se sont dotés d'outils de gestion de la liquidité (ou *liquidity management tools* – LMT en anglais) qui leur permettent de mieux maîtriser le risque de liquidité, en limitant le volume des rachats ou en transférant aux investisseurs le (sur)coût de la liquidité associé à la cession rapide de l'actif dans des conditions potentiellement dégradées.

On distingue deux familles principales d'outils de gestion de la liquidité :

- Les outils qui agissent *via* les prix : ils reposent sur la capacité à déterminer le coût de la liquidité au moment du rachat et à le faire supporter à l'investisseur sortant, soit en ajustant la valeur liquidative de remboursement (*swing pricing* en anglais), soit en ajustant les frais de sortie ou d'entrée (frais anti-dilutifs ou *anti-dilution levies* – ADL – en anglais). Les gérants utilisent ces outils dans la gestion courante du fonds, car ils permettent une répartition plus équitable du coût de la liquidité entre les investisseurs. En revanche, en période de stress de marché, il peut s'avérer plus difficile de déterminer le coût de la liquidité ;
- Les outils qui agissent *via* les quantités : il s'agit de la suspension temporaire ou du plafonnement des souscriptions/rachats (*gates* en anglais), ainsi que l'extension des préavis de rachats. Ces outils réduisent la liquidité du fonds et sont souvent réservés aux périodes de stress significatif.

La littérature économique s'est concentrée sur les effets de la présence ou de l'activation des outils de gestion de la liquidité sur l'amplitude et la volatilité des flux sortants, les avantages au premier sortant et le risque de *run* (ou « fuite des investisseurs ») en étudiant en priorité les outils agissant *via* les prix, notamment *via* le *swing pricing* parmi les fonds obligataires.

[Jin et al. \(2022\)](#) montrent ainsi sur des données britanniques que le *swing pricing* permettrait de réduire l'amplitude et la volatilité des rachats en période de crise, mais réduirait aussi les souscriptions le reste du temps. Les études portant sur l'épisode de tensions financières de mars 2020 soulignent l'importance du calibrage pour améliorer l'efficacité de l'outil ([Baena et Garcia \(2023\)](#), [Lewrick et al. \(2022\)](#)). En utilisant des données irlandaises, [Dunne et al. \(2023\)](#) montrent que les fonds dotés d'outils anti-dilutifs (qui agissent par les prix) en plus d'outils quantitatifs ont fait face à moins de rachats que les fonds ayant uniquement accès aux outils

quantitatifs. Une comparaison européenne de ces outils et de leur efficacité se heurte néanmoins au manque de données harmonisées.

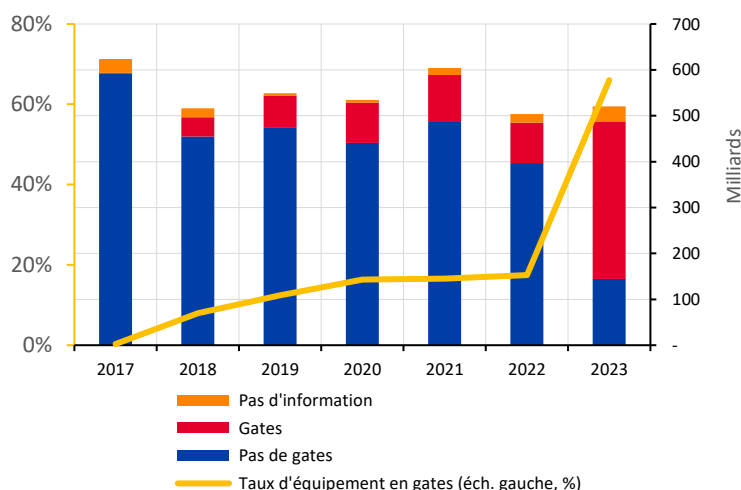
Les fonds adoptent progressivement des outils de gestion de la liquidité

Jusqu'à récemment, le cadre réglementaire relatif aux outils de gestion de la liquidité n'était pas harmonisé dans l'Union européenne. En France, le *swing pricing* a été introduit dans la réglementation en 2014 tandis que la généralisation des mécanismes de plafonnement des rachats pour l'ensemble des fonds date de 2016. Si la palette complète des outils classiques de gestion de la liquidité était ainsi disponible pour les fonds français dès 2016, elle devait encore être introduite formellement par les gérants dans leur documentation réglementaire et contractuelle ([Darpeix et al., 2020](#)).

En pratique, dans le cas français, l'adoption des outils par les gérants s'est initialement avérée relativement lente ([Darpeix et al., 2021](#)), probablement du fait des réticences d'investisseurs institutionnels et d'un effet « stigma ». Elle n'a réellement accéléré qu'à la suite de mesures incitatives mises en place en 2022 et 2023 par l'Autorité des marchés financiers (AMF), notamment (1) la mise en place d'une période transitoire permettant l'introduction de mécanismes de plafonnement des rachats sans ouverture de droit au rachat de parts sans frais pour les investisseurs ; (2) l'alignement des conditions d'introduction des frais de type ADL sur celles du *swing pricing*, moins exigeantes, ainsi que (3) l'obligation pour les fonds n'ayant pas adopté de mécanismes de plafonnement des rachats de parts au 31/12/2023 de l'indiquer dans leur prospectus et d'en justifier les raisons à l'AMF.

La présence de mécanismes de plafonnement des rachats est ainsi passée de 2 % de l'actif net cumulé des fonds français fin 2017 à 11 % en 2022 et à 28 % à la fin de l'année 2023. De même, l'équipement des fonds en *swing pricing* est passé de 6 % à 14 % de l'actif net cumulé entre 2022 et 2023 ([Darpeix et al., 2024](#)). Pour les fonds ouverts à vocation générale l'adoption est particulièrement dynamique avec un taux d'équipement de 66 % de l'encours pour les mécanismes de plafonnement des rachats et 45 % pour le *swing pricing* fin 2023 (contre respectivement 17 % et 23 % un an plus tôt). Enfin, l'intégralité des fonds grand public ouverts investissant en actifs immobiliers (OPCI) ou dans le non coté (FCPR *evergreen*) sont désormais dotés de mécanismes de plafonnement des rachats.

Graphique 2 : Évolution de l'adoption du plafonnement des rachats dans les fonds ouverts à vocation générale



Source : AMF (base BIO, base prospectus, outil de détection des LMT, fonds domiciliés en France)

La révision des directives européennes sur les fonds (*Undertaking for collective Investment in Transferable Securities*, UCITS, 2009 et *Alternative Investment Fund Managers*, AIFM, 2011), issue d'une directive 2024/927 de 2024 du Parlement européen et du Conseil, entrera en application le 16 avril 2026 et prévoit trois mesures visant à renforcer l'utilisation des outils de gestion de la liquidité par les fonds européens :

- i) L'harmonisation de ces instruments ;
- ii) L'adoption obligatoire d'au moins deux outils pour les fonds ouverts (au moins un pour les fonds monétaires) parmi ces instruments ;
- iii) La rédaction de lignes directrices et de standards techniques par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF, ESMA en anglais), en cours de finalisation.

L'adoption généralisée et obligatoire des outils de gestion de la liquidité par les fonds devrait ainsi permettre un traitement plus équitable des porteurs de parts et une plus grande résilience du système financier, tout en gommant l'effet « stigma » de l'adoption. Néanmoins, l'efficacité du dispositif dépendra non seulement de l'utilisation effective des outils par les fonds mais encore de leur bon calibrage : des seuils d'activation trop élevés ou des paramètres trop faibles pourraient les rendre inopérants. Enfin, la mobilisation des acteurs du post-marché reste nécessaire pour permettre l'opérationnalisation des outils à grande échelle en période de tension. En pratique, l'activation de certains outils requiert des traitements manuels par les centralisateurs, teneurs de compte conservateurs et dépositaires. Des développements informatiques sont en cours chez ces derniers afin de réduire les délais de traitement.