

Position – recommandation AMF
La multigestion alternative en France – DOC-2008-15

Texte de référence : articles 313-54 et 318-3 du règlement général de l'AMF

1. Processus de gestion	2
1.1. Processus de sélection.....	2
1.2. Processus de sélection : critère d'éligibilité	3
1.3. Allocation et suivi des fonds	4
2. Gestion des risques.....	4
3. Information aux porteurs et commercialisation	5
4. Contrôle interne.....	6

Depuis 2003¹, la France dispose d'un cadre réglementaire sur la gestion alternative directe et indirecte. En particulier, la réglementation relative à la multigestion alternative (MGA) permet, à un public large, d'accéder à la performance des fonds alternatifs dans un cadre plus sécurisé que s'il procédait à des investissements directs.

La multigestion alternative s'articule généralement autour de trois phases essentielles :

- la sélection des fonds sous-jacents cibles pouvant faire l'objet d'un investissement,
- l'allocation des fonds de fonds sur les stratégies de gestion alternative et les fonds sous-jacents les plus prometteurs,
- le suivi des risques.

Un point d'attention essentiel réside dans les règles d'investissement des fonds de multigestion alternative : des conditions de diversification des investissements sont fixées qui limitent ainsi l'univers d'investissement aux fonds offrant le plus de sécurité financière et juridique (critères d'éligibilité de l'article 422-95 du règlement général de l'AMF).

En 2007, après plusieurs années d'observation, la réglementation a évolué en s'appuyant sur les propositions du groupe de travail dirigé par M. Philippe Adhémar. Les modifications apportées s'inscrivent dans la continuité des textes antérieurs : il s'agit de responsabiliser les sociétés de gestion de portefeuille quant à la mise en œuvre de moyens suffisants et aux diligences à effectuer, avec, en contrepartie, un cadre réglementaire plus flexible.

Le présent document a pour but de faire état des principales observations relevées à l'occasion des missions de contrôle menées sur le thème de la multigestion alternative².

Sauf lorsque des recommandations sont spécialement identifiées, les éléments de doctrine figurant dans le présent document sont des positions.

¹ Décret n°2003-1103 du 21 novembre 2003 modifiant le décret n°89-623 du 6 septembre 1989 pris en application de la loi n°88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif.

² Missions de contrôle réalisées entre le mois d'avril et le mois de novembre 2007.

1. Processus de gestion

1.1. Processus de sélection

La phase de sélection des gérants est primordiale en raison de la spécificité de cette activité :

- l'information sur certains fonds sous-jacents non ou peu régulés (*hedge funds* ou fonds professionnels spécialisés) n'est pas librement disponible ;
- les stratégies mises en œuvre sont souvent complexes, innovantes et variables dans le temps en fonction des configurations du marché ;
- l'utilisation des leviers y est plus fréquente que pour d'autres types de gestion.

Cette phase permet notamment d'apprécier les éléments suivants :

- les moyens techniques et humains mis en œuvre par la société qui gère les fonds sous-jacents (taille des équipes, expérience, intéressement des gérants) ;
- le type de gestion mise en œuvre et l'organisation du processus décisionnel (existence d'un comité d'investissement ad hoc) ;
- le dispositif de contrôle des risques : cette fonction est essentielle pour les sociétés de gestion de portefeuille qui recourent à des gestions complexes et/ou de forts effets de levier. De plus, les gérants des fonds sous-jacents communiquent souvent leur exposition et sa décomposition sur des « sous-stratégies » via des mesures de risque. Or, ces gérants recourent souvent à des méthodes de mesure hétérogènes³, ce qui rend inopérante toute comparaison entre fonds sous-jacents sauf à avoir une bonne compréhension de ces mesures ;
- le dispositif de contrôle interne et la qualité des contrôles externes : contrôle interne, auditeurs indépendants des valorisations, qualité et rôle des dépositaires, *custodians*, *prime brokers* ou *registrars*.

Il convient de souligner que les procédures doivent couvrir l'ensemble de la phase de sélection (présélection, *due diligences*, schéma décisionnel) et doivent être mises à jour lorsque des modifications opérationnelles sont apportées. A cet égard, les articles 313-1 et 318-4 du règlement général de l'AMF précisent que les sociétés de gestion de portefeuille doivent établir et maintenir opérationnelles des procédures et mesures adéquates visant à détecter tout risque de non-conformité à leurs obligations professionnelles.

Sur la mise en œuvre de la sélection, la dépendance à l'égard des informations données par le gérant du fonds sous-jacent est une problématique générale. Ce constat est renforcé lorsque ces informations ne font pas l'objet de tests de cohérence quantitatifs (confrontation entre la volatilité passée du fonds sous-jacent et le levier estimé par la société de gestion de portefeuille, analyse du résultat passé par rapport aux moteurs de performance annoncés, etc.) ou de vérifications indépendantes auprès des autorités de régulation étrangères, ou bien encore auprès des entités impliquées dans la gestion du fonds sous-jacent (*registrar*, dépositaires/*custodian*, *prime broker*).

Sur ce dernier point, le rapport du groupe de travail sur la multigestion alternative (ci-après « Rapport

Adhémair ») soulignait l'importance des *due diligences* sur ces acteurs essentiels de la gestion alternative.

De plus, lorsqu'une société de gestion de portefeuille délègue une partie du processus de sélection (notamment pour les travaux relatifs à la constitution de la *short list* ou la réalisation de certaines *due diligences*) :

- cette délégation ne doit pas se traduire par une asymétrie d'information au détriment de la société de gestion de portefeuille conférant subséquentement aux analystes du délégataire un rôle significatif dans la gestion du fonds de fonds. Dans ce cas, le principe d'autonomie requis par les articles L. 214-9 et L. 214-24-44 du code monétaire et financier ne serait plus assuré ;

³ Différentes méthodes de calcul de *Value-at-Risk* de marché utilisant des paramètres variés (niveau de probabilité et période de temps), mises en œuvre de scénarii de Stress ou d'indicateurs positions brutes ou nettes (avec ou sans intégration des dérivés).

- des travaux portant sur l'identification et la prévention des conflits d'intérêts doivent avoir été conduits en amont, notamment lorsque les sociétés délégataires sont également des investisseurs dans ces fonds ou des actionnaires de la société de gestion de portefeuille.

L'appréciation du dispositif de contrôle des risques des fonds cibles lors de la phase de sélection est l'un des points centraux de la *due diligence*. Elle doit porter sur l'ensemble des investissements, même anciens, et être actualisée régulièrement de manière à suivre l'évolution des fonds cibles qui peuvent avoir totalement changé de stratégie (exemple des fonds « multistratégies opportunistes »).

De manière générale, la question de l'actualisation des *due diligences* est importante. Une bonne pratique consiste donc à ce que les travaux de suivi couvrent périodiquement l'ensemble des éléments analysés lors de la *due diligence* initiale afin de respecter les dispositions des articles L. 533-1 du code monétaire et financier et 314-3 et 319-3 du règlement général de l'AMF⁴.

Par ailleurs, c'est lors de la phase initiale de *due diligence* que sont pris les premiers contacts avec le gérant du fonds cible. C'est l'occasion pour les sociétés de gestion de portefeuille de faire valoir, avant d'investir, leurs exigences notamment en matière de transparence, de contrôle des risques ou de fréquence de communication des valorisations estimées et définitives.

Il a été observé que le « rapport de force » sélectionneurs / sélectionnés pouvait être inversé au détriment des sociétés de gestion de portefeuille. En effet, forts de leur succès et de leur historique de performance, certains fonds sous-jacents accordent au cas par cas des « capacités » à investir aux sociétés de gestion de portefeuille qui les sollicitent⁵. En contrepartie, ces fonds sous-jacents fixent parfois préalablement leurs règles ou demandent des assurances (de manière plus ou moins formalisée) au gérant de MGA sur la stabilité de ses investissements au-delà des *gates*⁶ prévus dans le prospectus du fonds ou lui demandent de fixer par avance le « séquençement » de ses investissements.

A cet égard, l'AMF insiste sur le fait que la volonté d'investir dans un *hedge fund* sous-jacent très demandé ne doit pas l'emporter sur le respect du strict processus de *due diligences*. D'ailleurs, la performance d'un fonds sous-jacent est une information d'autant plus fiable que celle-ci est audité, traçable dans le temps⁷ et s'accompagne d'un contrôle adéquat des risques, ce que doit vérifier, entre autres, une *due diligence* complète sur le fonds sous-jacent.

Des lacunes lors de la phase de sélection pourraient être considérées par l'AMF comme ne respectant pas les articles L. 533-1 du code monétaire et financier et 314-3 et 319-3 du règlement général de l'AMF⁸.

Les moyens mis en œuvre par la société de gestion de portefeuille doivent être en adéquation avec la stratégie d'investissement envisagée. A titre d'illustration, l'AMF a pu observer des sociétés de gestion de portefeuille n'investissant que dans des fonds n'ayant pas recours aux instruments financiers dérivés ou produits complexes (*long/short equity*, arbitrages simples, etc.) afin d'éviter les problèmes d'incertitude, voire de manipulation, de la valeur liquidative des fonds sous-jacents trop complexes.

1.2. Processus de sélection : critère d'éligibilité

Afin de vérifier l'éligibilité des fonds sous-jacents à l'actif des fonds de fonds alternatifs au regard des critères de l'article 422-95⁹ du règlement général de l'AMF, l'AMF a pu constater que la plupart des sociétés de gestion de portefeuille contrôlées privilégiaient l'analyse de leur prospectus. Cependant, lorsque le prospectus ne permettait pas de conclure ou lorsqu'il contenait une mention contraire à l'un des

⁴ Ces articles prévoient que la société de gestion de portefeuille exerce ses activités avec, notamment, diligence et professionnalisme.

⁵ I.e. niveau d'investissement pouvant être réalisé.

⁶ Possibilité laissée aux gérants des fonds sous-jacents de restrictions sur les rachats le fonds sous-jacents gérés, voire de fermer temporairement ce fonds.

⁷ En effet, il est primordial de pouvoir analyser la corrélation des évolutions de la valeur liquidative et du marché.

⁸ Ces articles prévoient que la société de gestion de portefeuille exerce ses activités avec, notamment, diligence et professionnalisme.

⁹ L'article 422-95 du règlement général de l'AMF est applicable aux fonds de fonds alternatifs par renvoi de l'article 422-250 du règlement général de l'AMF.

critères, certaines sociétés de gestion de portefeuille s'appuyaient ponctuellement sur les déclarations des gérants des fonds sous-jacents, sans vérification indépendante. Or, si en matière de multigestion alternative, certaines vérifications reposent inévitablement sur les seules déclarations des gérants des fonds sous-jacents, l'AMF considère que le contrôle des critères d'éligibilité ne peut s'opérer sur une base purement déclarative.

A titre d'illustration, en matière de ségrégation des actifs (actuel critère n° 2), d'autres sources plus indépendantes devraient être privilégiées (exemple : inclusion de ces questions dans des *due diligences* sur les conservateurs, etc.).

Enfin, l'AMF a pu constater que les prospectus des fonds sous-jacents étaient souvent modifiés.

Recommandation

L'AMF recommande que les modifications des prospectus des fonds sous-jacents soient l'occasion d'une actualisation des *due diligences*.

1.3. Allocation et suivi des fonds

L'AMF rappelle que le recours à des conseillers en investissements financiers ne doit pas se faire au détriment du principe, posé aux articles L. 214-9 et L. 214-24-44 du code monétaire et financier, de l'autonomie de la société de gestion de portefeuille.

L'AMF a pu constater que, souvent, des allocations cibles étaient déterminées à l'avance sur différentes stratégies (approche « *top-down* »). Compte tenu de la complexité des profils de risque des fonds sous-jacents, la convergence du fonds de MGA vers l'exposition cible dépend, d'une part, de la prise en compte des niveaux de levier des fonds sous-jacents, d'autre part, de la vérification, par la société de gestion de portefeuille, de la juste classification du fonds sous-jacent annoncée par le gérant.

En matière de mise en œuvre de l'allocation, le recours à des transferts de positions de fonds sous-jacents entre portefeuilles gérés pose des problèmes particuliers compte tenu de la faible liquidité des investissements en jeu. En conséquence, cette pratique doit être particulièrement encadrée par une procédure et des contrôles adéquats garantissant notamment le respect de l'intérêt des porteurs des deux fonds et la prévention des conflits d'intérêts.

Lorsque les programmes d'activité sont anciens, il est de la responsabilité de la société de gestion de portefeuille de vérifier si les éléments caractéristiques du processus de gestion ont été modifiés par rapport à leur description dans le programme d'activité. Le cas échéant, une mise à jour de ce programme apparaît nécessaire, comme le prévoit l'article L. 532-9-1 du code monétaire et financier. Ces modifications peuvent avoir trait à la délégation d'une partie du processus de sélection, au recours à un conseiller en investissement dans un rôle différent de celui décrit dans le programme d'activité ou à la gestion par délégation des fonds du groupe.

2. Gestion des risques

Recommandation

Dans la mise en place du dispositif de gestion des risques, il est recommandé que la société de gestion définisse des indicateurs faisant l'objet d'une limite globale, par exemple en matière :

- **de niveau de levier ;**
- **de la volatilité des fonds sous-jacents ;**
- **des limites de concentration ;**
- **du suivi de la performance ;**
- **des calculs de VaR, etc.**

De manière à accroître la réactivité des sociétés de gestion de portefeuille en cas de crise, un des points essentiels du dispositif de surveillance des risques réside dans la mise en place d'un système d'alertes

analysant la performance des fonds sous-jacents, leurs paramètres de risques (volatilité, exposition, levier, etc.) ou les modifications de leurs orientations de gestion.

L'observation de la régularité de la délivrance des informations dues par le gérant du fonds sous-jacent peut aussi alerter les sociétés de gestion de portefeuille sur les difficultés desdits fonds sous-jacents.

En cas de variation significative de la valeur liquidative des fonds sous-jacents, il importe que la société de gestion de portefeuille vérifie les explications données par les gérants des fonds sous-jacents par des tests de cohérence.

Outre le suivi de mesures de risques classiques tels que décrits ci-dessus, le risque de liquidité est une préoccupation majeure des sociétés de gestion de portefeuille en matière de MGA. Il a été constaté que ce suivi du risque prenait à la fois en compte des aspects qualitatifs (dont le type d'investisseurs dans les fonds de fonds et leur stabilité) et quantitatifs (dont le suivi de l'équilibre actif/passif, l'alignement de certaines clauses de liquidité du fonds sur celles de leurs fonds sous-jacents cibles, la limitation du niveau d'emprise dans un même fonds sous-jacent).

Ces dispositifs visent à s'assurer que la « *valeur liquidative est établie et publiée selon une périodicité adaptée à la nature des instruments financiers, contrats, valeurs et dépôts détenus par l'OPCVM [ou certains FIA¹⁰]* », comme le prévoit les articles 411-123 et 422-81 alinéa 1 du règlement général de l'AMF.

En matière de suivi du risque de liquidité pour mettre en œuvre des *scenarii* de stress sur la liquidité des fonds sous-jacents, il est possible de tenir compte de l'activation de *gates* ou d'autres clauses restreignant les possibilités de sortie de ces fonds, telles que l'existence d'un montant maximum de rachat lors de l'établissement de la valeur liquidative.

De surcroît, tout déséquilibre entre actif et passif peut conduire à une incertitude lors de l'établissement de la valeur liquidative du fonds de fonds. En effet, si la valeur liquidative du fonds de fonds est établie bien plus fréquemment que celles de ses fonds sous-jacents, ces dernières sont parfois anciennes. Dans ces conditions, une vigilance particulière sur d'éventuelles opérations de *market timing* s'impose.

Le recours à des valeurs estimées pour les fonds sous-jacents doit être mentionné dans le prospectus de l'OPCVM ou du FIA pour satisfaire aux exigences de l'article 411-25 ou 421-28 alinéa 2 du règlement général de l'AMF selon lesquels les instruments financiers, contrats, valeurs et dépôts inscrits à l'actif d'un OPCVM ou détenus par lui ou les actifs composant le portefeuille du FIA sont évalués chaque jour d'établissement de la valeur liquidative, dans les conditions fixées par le prospectus complet.

Rappelons que ces valeurs estimées ne sont pas des « valeurs liquidatives officielles » ou « finales » sur lesquelles peuvent avoir lieu les souscriptions/rachats usuelles du fonds et sont nécessairement moins fiables. En conséquence, l'utilisation de ces valeurs estimées doit être encadrée par des mesures destinées à les fiabiliser.

3. Information aux porteurs et commercialisation

Outre les dispositions relatives à la connaissance du client résultant de la directive MIF, il est rappelé que le bulletin de souscription doit porter à la connaissance de l'investisseur les dispositions de l'article L.214-144 alinéa 3 du code monétaire et financier selon lesquelles le souscripteur doit être informé des règles d'investissement particulières des fonds professionnels à vocation générale..

¹⁰ Sont visés notamment les fonds d'investissement à vocation générale, les fonds professionnels à vocation générale, les fonds de fonds alternatifs.

4. Contrôle interne

Il convient de rappeler que le suivi de l'activité de MGA doit comprendre des contrôles spécifiques sur des points qui nécessitent une vigilance particulière de la part des sociétés de gestion de portefeuille, comme le processus de sélection, de contrôle des risques, ou le suivi du passage des ordres.

A titre d'illustration, et s'ajoutant aux points exposés ci-dessus, le passage des ordres portant sur les fonds sous-jacents nécessite, dans de nombreux cas, la rédaction d'une confirmation (voire d'un contrat), ce qui peut allonger les délais d'exécution des ordres de rachat ou de souscription. Une vigilance particulière doit aussi s'exercer sur le contrôle du circuit juridique et la vérification du respect de l'article 314-75 du règlement général de l'AMF selon lequel les délais d'exécution des ordres, depuis leur enregistrement jusqu'à leur comptabilisation, doivent être réduits et contrôlés.