

Paris, le 4 décembre 2008

Note de synthèse des rapports sur la mise en œuvre de la multigestion alternative en France

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. A cet égard, l'établissement d'un programme d'activité spécifique, décrivant les moyens humains et techniques, constitue la pierre angulaire de l'activité de MGA.

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 autre 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 (critère d'éligibilité de l'article 411-34 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 (ci-après SGP) quant à la mise en œuvre de moyens suffisants et aux diligences à effectuer, avec, en contrepartie, un cadre réglementaire plus flexible.

Cette note 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 qui se sont déroulées d'avril 2007 à novembre 2007, au sein de cinq sociétés de gestion (SGP) représentatives des différents acteurs de ce secteur. Elle formule également des recommandations issues de l'observation, effectuée à l'occasion de ces contrôles, des meilleures pratiques observées chez les SGP.

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.

I. PROCESSUS DE GESTION

a) 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 contractuels) 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 SGP 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*.

Dans toutes les SGP contrôlées, la phase de sélection combinait l'appréciation d'éléments qualitatifs et quantitatifs afin de présélectionner une première liste de fonds (« *short list* ») sur laquelle sont effectuées les « *due diligences* ».

Toutefois, 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, l'article 313-1 du règlement général de l'AMF précise que les SGP 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 SGP, 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 Adhémar ») soulignait l'importance des *due diligences* sur ces acteurs essentiels de la gestion alternative.

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).

De plus, lorsqu'une SGP 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 SGP conférant subséquemment aux analystes du délégataire un rôle significatif dans la gestion du fonds de fonds. Dans ce cas, le principe d'autonomie requis par l'article L. 214-3 du code monétaire et financier ne serait plus assuré ;
- 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 SGP.

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 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 SGP 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 SGP. 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 SGP 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 auditée, 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 du règlement général de l'AMF⁸.

Les moyens mis en œuvre par la SGP doivent être en adéquation avec la stratégie d'investissement envisagée. A titre d'illustration, une des SGP contrôlées n'investit 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.

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

b) Processus de sélection : critère d'éligibilité

A l'occasion des contrôles, il a été relevé que les vérifications portant sur le processus opérationnel de sélection incluaient systématiquement la vérification des critères de l'article 411-34 du règlement général de l'AMF⁹ sur l'éligibilité des fonds sous-jacents à l'actif des fonds de fonds alternatifs français. Cependant, dans la majorité des cas, aucune procédure ne guidait cette vérification.

Afin de vérifier l'éligibilité des fonds sous-jacents à l'actif des fonds de fonds alternatifs, la plupart des SGP 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 critères, certaines SGP 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, les contrôles ont relevé que les prospectus des fonds sous-jacents étaient souvent modifiés. L'AMF recommande que ces modifications soient l'occasion d'une actualisation des *due diligences*.

c) Allocation et suivi des fonds

Pour quatre SGP, les décisions d'investissement étaient prises par des comités de gestion *ad hoc*, et elles étaient traçables dans les comptes-rendus de ces comités.

En matière d'organisation du processus de gestion, une SGP avait recours à des conseillers en investissement. L'AMF rappelle que ce recours ne doit pas se faire au détriment du principe, posé à l'article L. 214-3 du code monétaire et financier, de l'autonomie de la SGP.

Pour la majorité des sociétés de gestion contrôlées, 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 SGP, 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 SGP de vérifier si les éléments caractéristiques du processus de gestion ont été modifiés par rapport à leur description dans le programme d'activité spécialisé. 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.

⁹ Un arrêté du 18 mars 2008 a modifié la rédaction de l'article 411-34 du RGAMF. Les treize critères ont été remplacés par quatre critères qui reprennent, dans leur principe, les exigences passées.

II. CONTROLE DES RISQUES

Toutes les sociétés de gestion contrôlées avaient mis en place un dispositif de contrôle des risques. Celui-ci comprenait des limites de concentration (ensemble des cas), de calculs de *Value-at-Risk*¹⁰ (deux cas) ou de *stress scenarii* (trois cas). Le suivi de la performance du fonds était aussi prépondérant en matière de contrôle des risques. A cet égard, un indicateur était très suivi, le « *draw-down* », qui représente, pour les fonds ayant une performance négative, le nombre de mois de baisses consécutives. L'importance de cet indicateur tient à la structure de rémunération des gérants de fonds sous-jacents qui repose sur des commissions de surperformance. En cas de baisse prolongée, le fonds sous-jacent ne perçoit plus de commissions de surperformance. En conséquence, sa solidité financière peut être menacée. En outre, les gérants peuvent être tentés de se désintéresser du fonds sous-jacent au profit d'autres fonds générant plus de commissions.

Dans un cas, l'encadrement des risques portait également sur les niveaux de leviers ou sur la volatilité individuelle des fonds sous-jacents. Bien que suivis par les autres SGP, ces indicateurs ne faisaient pas l'objet d'une limite globale, ce qui est pourtant de bonne pratique.

De manière à accroître la réactivité des SGP 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 SGP sur les difficultés desdits fonds sous-jacents.

En cas de variation significative de la valeur liquidative des fonds sous-jacents, il importe que la SGP 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 SGP 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 (...)* », comme le prévoit l'article 411-54 du règlement général de l'AMF.

Parmi les bonnes pratiques relevées en matière de suivi du risque de liquidité, figure celle observée dans l'une des SGP contrôlées, de mise en œuvre de *scenarii* de stress sur la liquidité des fonds sous-jacents : 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.

A cet égard, dans la plupart des cas, les SGP utilisaient des valeurs estimées pour les fonds sous-jacents (communiquées hebdomadairement en général par leur gérant) lorsqu'elles étaient plus récentes que les dernières valeurs liquidatives. Le recours à des valeurs estimées doit être mentionné dans le prospectus de

¹⁰ Sur la Value At Risk, il convient de noter que le « *back testing* » n'avait pas été réalisé dans un cas (vérification *ex post* des bonnes performances du modèle sur le passé).

l'OPCVM pour satisfaire aux exigences de l'article 411-27 du règlement général de l'AMF selon lequel « *les instruments financiers, contrats, valeurs et dépôts inscrits à l'actif d'un OPCVM ou détenus par lui 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.

III. INFORMATION AUX PORTEURS ET COMMERCIALISATION

Les dispositions réglementaires relatives à la connaissance du client ne sont pas traitées par la présente synthèse, celles-ci ayant été modifiées avec l'entrée en vigueur de la directive MIF¹¹.

Il est rappelé que le bulletin de souscription doit porter à la connaissance de l'investisseur les mentions suivantes :

- les dispositions prévues aux articles 413-16 et 413-17 du règlement général de l'AMF qui disposent respectivement que :
 - o « *Toute sollicitation directe ou indirecte en vue de la souscription ou de l'acquisition d'un OPCVM de fonds alternatifs s'accompagne d'un avertissement rappelant que la souscription ou l'acquisition des parts ou actions de ces OPCVM, directement ou par personne interposée, est réservée aux investisseurs mentionnés à l'article 413-13. Cet avertissement rappelle également qu'il s'agit d'un OPCVM pouvant adopter des règles d'investissement dérogatoires* » ;
 - o « *L'investisseur reconnaît par écrit, lors de la première souscription ou acquisition, qu'il a été averti que la souscription ou l'acquisition des parts ou actions de l'OPCVM de fonds alternatifs, directement ou par personne interposée, est réservée aux investisseurs mentionnés à l'article 413-13* ».
- les dispositions de l'article L.214-35-1 du code monétaire et financier selon lesquelles le souscripteur doit être informé des règles d'investissement particulières des fonds ARIA.

IV. CONTROLE INTERNE

Si le suivi de l'activité de MGA est intégré aux programmes de contrôle des SGP contrôlées, il convient de rappeler que celui-ci doit comprendre des contrôles spécifiques sur des points qui nécessitent une vigilance particulière de la part des SGP, 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.

¹¹ Le 1^{er} novembre 2007.