

**Rapport sur l'évaluation du cadre de régulation de la
multigestion alternative en France et les voies envisageables
de son amélioration**

**Groupe de travail présidé par
Philippe Adhémar**

18 septembre 2007

Sommaire

| | |
|--|-----------|
| Résumé | 4 |
| Introduction | 6 |
| I. La multigestion alternative en France : un marché en croissance permettant aux investisseurs individuels et institutionnels d'accéder dans un cadre régulé aux stratégies de gestion alternative | 11 |
| I.1. D'ores et déjà, différents véhicules financiers permettent aux investisseurs individuels européens d'accéder aux techniques de gestion alternative | 11 |
| I.2. Les produits de multigestion alternative en France : une offre régulée par l'AMF qui permet aux investisseurs individuels d'accéder aux stratégies d'investissement des « <i>hedge funds</i> »..... | 11 |
| I.3. Un marché français aux encours en forte croissance mais d'un montant encore modeste et concentré sur un nombre réduit d'acteurs | 12 |
| I.3.1. Un marché français en forte croissance mais aux encours encore modestes | 12 |
| I.3.2. Les encours de la multigestion alternative demeurent concentrés sur un nombre réduit d'acteurs | 13 |
| I.4. Sous réserve qu'ils soient commercialisés sur la base d'une information appropriée, les fonds de fonds alternatifs peuvent être une composante utile de diversification du portefeuille financier des investisseurs | 13 |
| II. Cinq raisons d'agir | 17 |
| II.1. Un besoin d'évaluation : une bonne régulation est une régulation évaluée <i>a posteriori</i> | 17 |
| II.2. Des enseignements à tirer de la défaillance de différents « <i>hedge funds</i> », et en particulier du fonds Amaranth à la fin de l'année 2006 | 17 |
| II.3. Des arbitrages réglementaires à analyser pour en minimiser les effets injustifiés du point de vue de la protection de l'épargne | 20 |
| II.4. Un contexte international incitant à s'assurer de la pertinence des standards nationaux afin de pouvoir en assurer la promotion dans les enceintes internationales et auprès des investisseurs étrangers..... | 20 |
| II.5. Des perspectives européennes à anticiper afin de positionner efficacement la Place de Paris | 23 |
| III. Sept recommandations sur les produits pour assouplir les règles applicables aux fonds français de fonds alternatifs, tout en continuant à offrir aux investisseurs des produits aux risques maîtrisés | 26 |
| III.1. En matière d'éligibilité des « <i>hedge funds</i> » sous-jacents, adopter une approche fondée sur des principes afin d'atténuer le caractère « binaire » (ou « couperet ») des actuels 13 critères d'éligibilité des fonds..... | 26 |
| III.2. Conserver le principe d'une diversification minimale des fonds sous-jacents..... | 29 |
| III.3. Autoriser dans certaines conditions les structures à trois niveaux pour les fonds français de fonds alternatifs et leur permettre d'investir dans des instruments financiers à terme sur « <i>hedge funds</i> » sous réserve du respect de certaines conditions | 31 |
| III.4. Assurer une transparence des frais conforme à celle exigée pour les fonds de fonds classiques..... | 32 |
| III.5. Mieux communiquer sur les caractéristiques des fonds français de fonds alternatifs.... | 33 |
| III.6. Maintenir le seuil d'accès actuel aux fonds français de fonds alternatifs, tout en assurant des conditions de commercialisation appropriées | 35 |
| III.7. La délégation | 36 |
| IV. Un métier structuré par des sociétés de gestion bien organisées et bien contrôlées conduisant des « <i>due diligence</i> » appropriées | 37 |
| IV.1. Capitaliser sur l'apport des programmes d'activité de multigestion alternative approuvés par l'AMF | 37 |
| - Les programmes d'activité soumis par les sociétés de gestion et approuvés par l'AMF : un choix essentiel de régulation sur lequel la Place peut capitaliser..... | 37 |
| - Un régulateur s'appuyant sur la capacité des sociétés de gestion à mener leurs diligences avec des moyens, une organisation et des procédures de contrôles adaptés et conformes à leur programme d'activité spécifique..... | 38 |

| | |
|---|-----------|
| IV.2. Définir un cadre solide pour des « <i>due diligence</i> » appropriées conduites par les sociétés de multigestion alternative | 39 |
| - <i>L'enjeu crucial des « due diligence » conduites par le multigérant alternatif</i> | 39 |
| - <i>Les initiatives de certaines associations professionnelles (AIMA) et les réflexions des régulateurs homologues de l'AMF (comme la FSA ou la SFC) soulignent l'importance des « due diligence » à conduire par le multigérant alternatif</i> | 39 |
| - <i>Elaborer un cadre réglementaire assurant une prévention des risques opérationnels et de fraude au sein des « hedge funds » sous-jacents</i> | 41 |
| - <i>L'approche réglementaire fondée sur des principes reposant sur la définition de lignes directrices pour la conduite de « due diligence » appropriées implique que la société de gestion puisse justifier a posteriori ses décisions d'investissement</i> | 42 |
| IV.3. Fournir à l'investisseur une liquidité satisfaisante et ordonnée de ses parts de fonds de « <i>hedge funds</i> », tout en autorisant la mise en place encadrée d'un mécanisme de seuils de rachat (« <i>gates</i> ») | 43 |
| - <i>Le défi de la liquidité des fonds de fonds alternatifs</i> | 43 |
| - <i>Une utilisation abusive de ces techniques comporte des risques</i> | 44 |
| - <i>Les conditions d'une mise en place acceptable des seuils de rachat (« gates »)</i> | 45 |
| IV.4. Assurer la mise en œuvre de contrôles externes efficaces sur les « <i>due diligence</i> » menées par le multigérant alternatif | 45 |
| Conclusion | 47 |
| Annexe 1 : | |
| Liste des membres du Groupe de travail de Place | 48 |
| Annexe 2 : | |
| Personnes auditionnées par le Groupe de travail | 51 |
| Annexe 3 : | |
| Les 13 critères réglementaires d'éligibilité des fonds sous-jacents | 52 |
| Annexe 4 : | |
| Seuils existant en Europe pour accéder aux fonds de fonds alternatifs | 54 |
| Annexe 5 : | |
| Synthèse de la consultation ciblée menée par l'AMF | 55 |
| Annexe 6 : | |
| Un état des lieux des fonds ARIA (contribution de M. Teïletche et Mme Van Straelen) | 68 |
| Annexe 7 : | |
| « Hedge funds » et diversification de portefeuille (contribution de M. Davanne et M. Teïletche) | 78 |
| Annexe 8 : | |
| La responsabilité des sociétés de gestion en matière de multigestion alternative (Contribution de M. Zariffa) | 83 |

RESUME

Les recommandations du rapport du Groupe de travail sur la multigestion alternative adoptent **une approche fondée sur des principes** dont la base est le programme d'activité spécifique des sociétés de gestion exerçant une activité de multigestion alternative. La contrepartie de cette approche par les principes est la formalisation plus explicite d'un cadre responsabilisant les sociétés de gestion dans la conduite de diligences appropriées et dans la justification *a posteriori* de leurs décisions d'investissement.

I. La recommandation majeure du rapport : la substitution de principes généraux aux 13 critères réglementaires d'éligibilité des fonds sous-jacents :

L'objet de la recommandation est de remplacer dans le Règlement Général de l'AMF les 13 critères réglementaires d'éligibilité par des principes plus généraux concernant certains points cruciaux du régime juridique, du fonctionnement et de l'organisation du « *hedge fund* » sous-jacent, à savoir :

- l'existence et l'opposabilité permanente des droits attachés aux instruments dans lesquels l'actif de l'OPCVM est investi ;
- la conservation distincte des actifs du fonds sous-jacent de celle des actifs propres du conservateur et du mandataire ;
- la valorisation appropriée et au moins mensuelle des parts ou actions détenues par l'OPCVM et l'existence d'une obligation légale d'audit au moins annuel des comptes.

Il est préconisé que ces principes soient respectés avant et pendant l'investissement dans le « *hedge fund* ».

II. Les recommandations portant sur des points techniques d'évolution : elles visent à :

II.1. Autoriser les fonds de fonds de fonds alternatifs sous réserve du respect de 3 conditions :

- les frais doivent faire l'objet d'une transparence totale ;
- les rétrocessions éventuelles entre le fonds de tête et les fonds sous-jacents doivent être acquises au fonds de tête ;
- les fonds de fonds alternatifs sous-jacents doivent être soit des fonds de droit français agréés par l'AMF (OPCVM ARIA III ou ARIA I) soit des fonds de droit étranger autorisés à la commercialisation en France.

II.2. Autoriser un OPCVM ARIA III à investir dans un instrument financier à terme sur « *hedge funds* » sous réserve du respect de 2 conditions :

- la société de gestion doit pouvoir démontrer au régulateur qu'elle est en mesure, sur une base permanente, de valoriser le produit dérivé d'une manière précise et indépendante ;
- la société de gestion doit indiquer dans le prospectus de l'OPCVM ARIA III les implications de l'utilisation de ce type de produits dérivés sur le profil de risque de l'OPCVM, notamment lorsque ces produits dérivés ont un effet de levier important.

II.3. Autoriser la mise en place de seuils de rachat (« *gates* ») :

Il s'agit de permettre la mise en place de « *gates* » sous la responsabilité de la société de multigestion alternative et sous réserve de certaines conditions ayant trait à l'information des investisseurs, au caractère exceptionnel d'activation de ce mécanisme, et à la responsabilité de la société de gestion qui y est liée.

II.4. Assurer l'exercice de contrôles externes efficaces sur les « *due diligence* » réalisées par la société de multigestion alternative :

Il s'agit de préciser les engagements du gérant vis-à-vis du dépositaire et de rappeler le rôle du commissaire aux comptes.

III. Les recommandations visant le maintien ou l'application de règles existantes :

III.1. Conserver le principe d'une diversification minimale des fonds sous-jacents :

Le principe de diversification minimale des fonds sous-jacents est conservé et la limite minimale est abaissée de 16 à 10 fonds sous-jacents.

III.2. Assurer une transparence des frais conforme à celle exigée pour les fonds de fonds classiques :

Il s'agit de permettre à l'investisseur final du fonds de fonds alternatifs d'avoir connaissance du coût de sélection et de suivi des fonds sous-jacents par le multigérant alternatif ainsi qu'une information sur le montant global des frais supportés (« total des frais sur encours ») incluant notamment tous les types de frais des « *hedge funds* » sous-jacents.

III.3. Mieux communiquer sur les caractéristiques des fonds français de fonds alternatifs :

Il s'agit de préciser plus clairement dans le prospectus des OPCVM la nature des indicateurs de risque utilisés par le gérant dans son processus de sélection ainsi que le profil rendement / risque en vue d'améliorer la qualité de l'information donnée au public sur les caractéristiques des fonds français de fonds alternatifs.

III.4. Maintenir le seuil d'accès actuel aux OPCVM ARIA III, tout en assurant des conditions de commercialisation appropriées :

Il s'agit de conserver le seuil d'accès de 10.000 euros pour les investisseurs non qualifiés souhaitant investir dans un OPCVM ARIA III dont le capital n'est pas garanti. Il s'agit également d'insister sur l'importance de la mise en œuvre par le commercialisateur des diligences appropriées pour prévenir tout risque de vente inadaptée.

III.5. Définir un cadre solide pour les « due diligence » qui doivent être menées par les sociétés de multigestion alternative :

S'agissant des « due diligence » appropriées que la société de multigestion alternative doit mener pour prévenir les risques de fraude et opérationnels, il est recommandé que :

- la société dispose **d'une procédure formalisée et traçable de sélection des « *hedge funds* »**, s'appuyant sur une analyse qualitative et quantitative des caractéristiques des fonds et des risques associés ;
- la mise en œuvre de cette procédure s'appuie sur des **moyens humains et techniques adaptés dans un cadre de décision collégiale** ;
- la société de gestion dispose d'une **organisation, de moyens et de procédures lui permettant** de traiter les éventuelles anomalies détectées dans le cadre du suivi des « *hedge funds* » sélectionnés et d'en tirer les conséquences de manière auditable.

* * *
*

Ces recommandations pourraient servir de lignes directrices pour la position de l'AMF dans les débats internationaux en matière de gestion alternative et en particulier, s'agissant de la création d'un véhicule européen de fonds de « *hedge funds* ».

* * *
*

INTRODUCTION

Ces dernières années, l'activité de l'industrie des « *hedge funds* » a enregistré un essor remarquable, avec une croissance significative de ses encours sous gestion, particulièrement à partir de l'éclatement au début des années 2000 de la bulle financière sur les marchés boursiers.

A l'échelle mondiale, il est estimé que les encours sous gestion des 8 000 « *hedge funds* » représentent aujourd'hui plus de 1 500 milliards de dollars¹. Cette croissance des encours a résulté en partie de la capacité des « *hedge funds* » à procurer des rendements intéressants à un moment où l'épargne mondiale était essentiellement investie dans des actifs liés à des indices traditionnels aux rendements modestes ou négatifs.

Pour accéder aux techniques de gestion alternative, les investisseurs ont, par ailleurs, de plus en plus fréquemment, eu recours aux fonds de « *hedge funds* »². Ces fonds ont eux aussi rencontré un succès considérable au cours des dernières années : d'un encours mondial de moins de 50 milliards de dollars à la fin de l'année 1999, les montants sous gestion des 3 000 fonds de « *hedge funds* » qui existent à travers le monde sont compris aujourd'hui, selon différentes estimations, entre 700 et 1 000 milliards de dollars³. Il apparaît ainsi que les fonds de « *hedge funds* » sont de loin le premier vecteur de diffusion des « *hedge funds* » auprès des investisseurs finaux.

Les « *hedge funds* », qui étaient jusqu'à très récemment réservés à des investisseurs qualifiés ou fortunés, ont ainsi vu leur base de distribution s'élargir. Les investisseurs institutionnels, puis la clientèle particulière, se sont tournés vers ce type de placement, à travers notamment les fonds de « *hedge funds* » qui leur sont accessibles sous des conditions de moins en moins contraignantes.

C'est notamment le cas en France où les fonds de « *hedge funds* » sont accessibles, à l'issue d'une prestation de conseil adaptée, dans un cadre régulé, à tout investisseur pouvant souscrire la somme minimale de 10 000 euros.

Qu'est-ce que la multigestion alternative ? En France, de quels OPCVM parle-t-on ?

L'activité de multigestion alternative consiste pour une société de gestion à sélectionner pour le compte des portefeuilles qu'elle gère (OPCVM ou mandats) des fonds sous-jacents mettant en œuvre une ou plusieurs stratégies alternatives (cf. encadré 1).

En contrepartie d'une rémunération, ces fonds de fonds alternatifs fournissent de multiples services à leurs investisseurs : accès à des stratégies alternatives, maîtrise du risque opérationnel présent au sein du « *hedge fund* » sous-jacent et, plus globalement, diversification et mutualisation du risque dans la mesure où l'investissement est couramment effectué dans plus d'une dizaine de « *hedge funds* ».

En France, cette activité de multigestion alternative s'est surtout développée dans un cadre juridique défini en étroite concertation avec la profession par une décision de la Commission des opérations de bourse (« COB ») d'avril 2003⁴, laquelle a ensuite été formalisée par des dispositions de la loi de Sécurité Financière⁵.

¹ Source : « Hedge Fund Research » (HFR).

² Les références aux « fonds de fonds alternatifs », « fonds de "*hedge funds*" », « fonds de fonds de gestion alternative » et « fonds de multigestion alternative » seront utilisées indifféremment dans le présent document pour viser les OPCVM français ou les fonds qui investissent en parts ou actions de fonds utilisant des techniques de gestion alternative.

³ Selon que l'on a recours à la base de données HFR ou à celle de Barclay (chiffres de juillet 2007).

⁴ Cf. Bulletin mensuel de la COB d'avril 2003 n°378.

⁵ Loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 de Sécurité Financière instituant notamment les OPCVM à règles d'investissement allégées (cf. articles L. 214-35 et L.214-35-1 du Code monétaire et financier) et les OPCVM contractuels (cf. articles L. 214-35-2 à L. 214-35-6 du Code monétaire et financier).

L'encadré n°1 définit les concepts de « *hedge funds* », de gestion alternative et de capital investissement qui sont souvent sources de confusion. Il rend compte des différents véhicules régulés par l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») qui permettent la mise en place de stratégies alternatives d'investissement. Il indique enfin précisément le champ des produits financiers couverts par le Groupe de travail qui s'est intéressé aux fonds de fonds alternatifs classés par l'AMF en OPCVM ARIA⁶ de fonds alternatifs (connus aussi sur l'acronyme ARIA III).

Encadré 1 : précisions sur la gestion et la multigestion alternative

1. Définition de la gestion alternative et des « *hedge funds* » :

Il n'existe pas de définition internationalement admise de la gestion alternative. Toutefois, cette notion recouvre en pratique des stratégies de gestion d'actifs visant une performance décorrélée des indices de marchés. Le véhicule de gestion alternative est communément appelé « *hedge fund* ».

En l'absence de définition légale et formelle du terme, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (« OICV ») identifie cinq caractéristiques majeures de ce type de fonds, mais qui ne s'appliquent pas nécessairement à tous les cas :

- contrairement aux fonds d'investissement classiques, une absence de contraintes de diversification et de négociabilité des actifs dans lesquels le fonds peut investir, ce qui lui permet d'acquérir des actifs illiquides et/ou complexes ;
- une utilisation potentiellement illimitée des produits dérivés et/ou des techniques financières de vente à découvert ;
- le recours à l'effet de levier grâce aux financements fournis par les « prime brokers » ;
- une rémunération des gérants de « *hedge funds* » par des commissions significatives dites de « sur-performance » (typiquement 20% de la performance du fonds, en sus de quelques 2% de frais de gestion annuels) ;
- des conditions aux rachats des parts par les investisseurs. Ces rachats sont souvent limités, au terme de périodes de « *lock up*⁷ » (2 à 3 ans en règle générale), à des montants et des durées d'exercice prédéterminés.

Quant aux stratégies mises en œuvre par les « *hedge funds* » ou les fonds de gestion alternative, elles peuvent être diverses et porter par exemple sur :

- les stratégies « *long/short* » consistant à prendre des positions longues (acheteuses) et courtes (vendeuses) sur des actifs appartenant par exemple à un même secteur ou à une même zone géographique ;
- l'arbitrage, notamment de convertibles, c'est-à-dire une stratégie consistant à acheter des obligations convertibles mal valorisées sur le marché tout en vendant à découvert les actions sous-jacentes ;
- les stratégies de « *distressed securities* » qui visent à tirer profit des difficultés financières d'une entreprise (faillites ou restructuration financière) ;
- les stratégies « *event driven* » visant à tirer profit des opportunités liées aux événements intervenant dans la vie des entreprises comme les fusions ou les acquisitions ;

⁶ OPCVM ARIA signifie OPCVM à Règles d'Investissement Allégées.

⁷ Dans ce cas, les investisseurs ne peuvent pas procéder à un rachat de leurs parts pendant une période prédéterminée.

- les stratégies de fonds de « futures » visant à gérer le fonds selon une approche systématique en intervenant sur l'ensemble des marchés au travers d'instruments financiers à terme ;
- les stratégies « global macro » visant à tirer profit des évolutions des différents agrégats économiques.

2. Détermination des périmètres respectifs du capital investissement (« private equity ») et de la gestion alternative (ou « hedge funds ») :

Le capital investissement se définit comme la prise de participation en capital dans des entreprises afin de permettre le financement de leur démarrage, de leur développement, ou encore de leur transmission/cession.

Cette participation est principalement financière, mais elle peut aussi être stratégique (apport d'un réseau de connaissances, d'un savoir-faire en matière de gestion, etc.).

On a coutume de décomposer le capital investissement en deux éléments :

- le capital développement, qui permet de financer la création et le développement des entreprises,
- le capital transmission, qui correspond à l'investissement effectué pour le rachat de sociétés déjà établies.

En France, les fonds commun de placement à risques (« FCPR ») sont l'un des principaux véhicules financiers pour le « private equity ». Un FCPR est un fonds dont l'actif est composé, pour 50% au moins, de valeurs mobilières non admises à la négociation sur un marché réglementé français ou étranger (entreprises non cotées) ou titres participatifs. Ils peuvent être agréés ou à procédure allégée.

Le Groupe de travail n'a pas inclus dans ses réflexions le « private equity » et les FCPR.

3. Caractéristiques actuelles des OPCVM de droit français qui mettent en œuvre une stratégie de multigestion alternative :

Tous les OPCVM de droit français peuvent investir dans des fonds alternatifs. Toutefois, dès lors qu'un OPCVM de droit français est exposé à plus de 10 % en fonds alternatifs, que ce soit en parts ou actions de fonds d'investissement de droit étranger, d'OPCVM ARIA, d'OPCVM contractuels et de FCIMT⁸, il doit être enregistré par l'AMF comme relevant de la classification OPCVM « OPCVM de fonds alternatifs ».

Un OPCVM classé « OPCVM de fonds alternatifs » est donc un OPCVM dont l'actif est exposé à plus de 10 % en actions ou parts de fonds d'investissement étrangers ou d'OPCVM français mettant en œuvre des stratégies de gestion alternative. Il s'agit toujours d'un fonds de fonds.

L'OPCVM classé « OPCVM de fonds alternatifs » peut en outre être notamment créé sous la forme d'un :

- **OPCVM ARIA de fonds alternatifs**, qui se caractérise par un seuil minimum de souscription initiale de 10 000 euros pour les investisseurs non qualifiés lorsque l'OPCVM ne garantit pas le capital souscrit, une périodicité de calcul de valeur liquidative au moins mensuelle, des règles de dispersion des risques similaires à celles applicables aux OPCVM à vocation générale et un effet de levier maximal de 2 (c'est-à-dire une fois l'actif en hors bilan). C'est cette forme d'OPCVM (« OPCVM ARIA de fonds alternatifs ») ou ARIA III qui a été plus particulièrement étudiée par le Groupe de travail.

⁸ Les FCIMT sont les fonds commun d'intervention sur les marchés à terme : il s'agit de fonds spécialisés sur les marchés à terme d'instruments financiers et de marchandises. Tous les FCIMT sont agréés.

- **OPCVM ARIA sans effet de levier**, qui se caractérise par un seuil minimum de souscription initiale de 125 000 euros pour les investisseurs non qualifiés, une périodicité de calcul de valeur liquidative au moins mensuelle, des règles d'investissement dérogeant aux règles de dispersion des risques applicables aux OPCVM à vocation générale (par exemple, son exposition à chaque fonds de gestion alternative de droit français ou étranger peut atteindre 20 %), et un effet de levier de 2 comme les OPCVM à vocation générale (c'est-à-dire une fois l'actif en hors bilan) ;
- **OPCVM contractuel**, qui se caractérise par un seuil minimum de souscription initiale de 250 000 euros pour les investisseurs non qualifiés, une périodicité de calcul de valeur liquidative au moins trimestrielle, ainsi que des règles d'investissement et d'engagement contractuellement fixées par les documents constitutifs.

L'objet du travail du Groupe : un examen rétrospectif et une démarche prospective

La démarche de l'AMF et du Groupe de travail avait une dimension à la fois rétrospective et prospective.

D'une part, il s'agissait d'évaluer, avec toutes les parties concernées de la Place, le cadre de régulation élaboré en 2003 et mis en œuvre en 2004.

D'autre part, l'objectif était d'anticiper le plus efficacement possible les perspectives économiques et réglementaires d'un secteur qui fait aujourd'hui l'objet d'une attention particulière de la part des investisseurs, des autorités européennes et des régulateurs internationaux.

Fort de ce travail d'évaluation mené avec l'industrie, les investisseurs et le monde académique, l'AMF entend ainsi être en mesure de valoriser son modèle de régulation et les standards qui le fondent dans les discussions internationales où elle prendra une part active.

Une évaluation reposant sur deux piliers

Les travaux d'évaluation du cadre de régulation de la multigestion alternative française se sont essentiellement appuyés sur :

- les débats et les conclusions du Groupe de travail de Place composé de praticiens, de représentants des investisseurs, du monde universitaire et d'experts⁹. Ce groupe était présidé par Philippe Adhémar, membre du Collège de l'AMF et président de la commission consultative « Activités de gestion individuelle et collective ». L'objectif était d'effectuer un diagnostic approfondi des forces et faiblesses du cadre actuel de régulation et de proposer, si nécessaire, des évolutions. Le Groupe de travail s'est réuni à 7 reprises entre le 4 avril 2007 et le 18 juillet 2007. Pour compléter son information, il a auditionné des experts régulateurs européens, un représentant des services de la Commission européenne et un consultant¹⁰ ;
- les contributions reçues à l'occasion d'une consultation auprès des principales parties intéressées de la Place visant à recueillir leurs avis sur le cadre actuel et les voies permettant de l'améliorer. Cette consultation a permis, d'une part, d'informer la Place sur l'objet de la démarche de l'AMF et, d'autre part, de recueillir ses commentaires sur les adaptations possibles du cadre français de la multigestion alternative.

⁹ Cf. annexe 1 relative à la composition du Groupe de travail de Place.

¹⁰ Cf. annexe 2 relative à la liste de toutes les personnes auditionnées par le Groupe de travail.

Le présent rapport rend donc compte du consensus établi au sein du Groupe de travail qui a lui-même pris connaissance des résultats de la consultation lancée par l'AMF¹¹.

Un rapport en quatre parties qui recommande une importante évolution de la réglementation applicable aux produits de multigestion alternative et aux sociétés de gestion

La première partie du rapport décrit la situation du marché français de la multigestion alternative, les défis auxquels il est confronté et les conditions dans lesquelles il peut offrir des opportunités aux investisseurs.

La seconde partie approfondit et précise les cinq raisons qui ont incité l'AMF à recueillir l'avis et à réunir toutes les parties intéressées de la Place pour mener à bien cet exercice d'évaluation à la fois rétrospectif et prospectif.

La troisième et quatrième partie recommandent des évolutions du cadre de régulation de la multigestion alternative. En s'appuyant sur des sociétés de gestion bien organisées conduisant des diligences appropriées (« *due diligence* »), des pistes nouvelles sont proposées pour adapter la réglementation des fonds de « *hedge funds* », notamment pour la mettre en phase avec l'évolution des standards internationaux en cours d'élaboration.

* * *
*

¹¹ Cf. annexe 5 relative à la synthèse de la consultation ciblée menée par l'AMF sur l'évaluation du cadre de régulation de la multigestion alternative en France et sur les voies susceptibles de l'améliorer.

I. La multigestion alternative en France : un marché en croissance permettant aux investisseurs individuels et institutionnels d'accéder dans un cadre régulé aux stratégies de gestion alternative

I.1. D'ores et déjà, différents véhicules financiers permettent aux investisseurs individuels européens d'accéder aux techniques de gestion alternative

Aujourd'hui, tous les investisseurs européens, qu'ils soient individuels ou institutionnels, ont la possibilité de s'exposer aux stratégies des « *hedge funds* ». Pour les investisseurs individuels, cette exposition plus ou moins directe est rendue possible par l'acquisition de certificats cotés, de « *hedge funds* » cotés, de certaines unités de compte de contrats d'assurance-vie, dans le cadre d'une gestion individuelle sous mandat ou par l'intermédiaire des fonds de fonds alternatifs.

Les contributions reçues lors de la consultation de l'AMF ont à cet égard relevé l'existence de distorsions de concurrence entre véhicules financiers faisant appel à des techniques similaires, qui jouent au détriment des produits de multigestion alternative.

Ainsi, par exemple, les produits structurés sur « *hedge funds* » peuvent être autorisés à la commercialisation en France tandis que les fonds de fonds alternatifs de droit français ne peuvent pas investir dans des produits dérivés à contenu optionnel dont le sous-jacent est un « *hedge fund* ».

Il a été d'autre part noté que l'introduction récente sur les marchés réglementés européens de fonds fermés cotés permet, sur le fondement de la Directive Prospectus, à tout investisseur français d'acquérir des véhicules d'investissement exposés sur des « *hedge funds* ».

Le Groupe de travail a constaté qu'en Europe, différents véhicules d'investissement permettent d'ores et déjà aux investisseurs individuels d'accéder sans contrainte particulière de souscription aux stratégies d'investissement des « *hedge funds* ».

I.2. Les produits de multigestion alternative en France : une offre régulée par l'AMF qui permet aux investisseurs individuels d'accéder aux stratégies d'investissement des « *hedge funds* »

La multigestion alternative s'est développée en France dans un cadre qui définit des règles d'agrément, de fonctionnement et de commercialisation des OPCVM investissant dans des fonds alternatifs.

En pratique, ces OPCVM ont permis d'élargir le cercle des investisseurs pouvant accéder à la gestion alternative au travers d'une sélection de fonds de droit français ou étranger mettant en œuvre ce type de gestion¹².

Ce cadre de la multigestion alternative impose en particulier :

- que les sociétés de gestion disposent d'un programme d'activité spécialisé, agréé par l'AMF ;
- que les fonds d'investissement sous-jacents respectent treize critères d'éligibilité¹³, dont la liste figure à l'article 411-34¹⁴ du Règlement Général de l'AMF (« RGAMF ») ;

¹² Les fonds auxquels l'OPCVM peut être exposé peuvent revêtir plusieurs formes juridiques telles que des fonds communs de placement (FCP), des sociétés d'investissement à capital variable (SICAV), des « *trusts* », etc.

¹³ Il convient de noter que s'agissant des OPCVM contractuels, les éventuels critères d'éligibilité auxquels les fonds sous-jacents peuvent déroger sont déterminés dans le programme d'activité de la société de gestion.

- le respect par l'OPCVM de l'effet de levier maximum réglementaire, étant précisé que cet effet de levier maximum est de 2 pour les OPCVM ARIA de fonds alternatifs ;
- une périodicité de calcul de la valeur liquidative au moins mensuelle et adaptée à la liquidité des fonds sous-jacents dans lesquels l'OPCVM investit ;
- pour les OPCVM ARIA de fonds alternatifs, des règles de diversification des risques équivalentes à celles applicables aux OPCVM à vocation générale ;
- un seuil minimal de souscription dans l'OPCVM, ARIA ou contractuel, pour les investisseurs non qualifiés.

Les fonds français de fonds alternatifs sont accessibles à tout souscripteur sous réserve qu'il puisse investir la somme minimale de 10 000 euros. Ce niveau est l'un des plus bas des pays européens, à l'exception de l'Espagne et l'Allemagne qui n'imposent pas de seuil. Il est inférieur à celui du Portugal (15 000 euros). Les autres seuils existant dans les pays européens sont beaucoup plus élevés, 500 000 euros par exemple en Italie¹⁵.

De son côté, le Royaume-Uni envisage de mettre en place un régime « *on-shore* » de fonds de fonds alternatifs sans seuil minimal de souscription¹⁶.

Le Groupe de travail a noté que diverses autorités européennes de régulation, à l'instar de la France, mettent en place ou ont déjà mis en place un régime de fonds régulés de fonds alternatifs destinés à une clientèle d'investisseurs individuels. Dans le cadre de cette démarche, elles abaissent les seuils minimaux de souscription des fonds de fonds alternatifs en considérant que ces fonds peuvent être distribués aujourd'hui à une clientèle particulière beaucoup plus large que celle qui avait auparavant accès à ce type de produits.

I.3. Un marché français aux encours en forte croissance mais d'un montant encore modeste et concentré sur un nombre réduit d'acteurs

I.3.1. Un marché français en forte croissance mais aux encours encore modestes

- Au 31 décembre 2006, l'AMF dénombrait 239 OPCVM classés « OPCVM de fonds alternatifs », représentant un encours total de 23 milliards d'euros.

Sur ce total, 141 avaient la forme de fonds de fonds alternatifs (ou « OPCVM ARIA de fonds alternatifs » communément appelés ARIA III) pour un encours de l'ordre de 18 milliards d'euros. La multigestion alternative constitue donc bien un véhicule privilégié de diffusion en France des techniques de gestion alternative dans un cadre régulé.

- Les encours de multigestion alternative en France demeurent très concentrés : le premier fonds de multigestion alternative de la Place présente un encours de plus de 3,2 milliards d'euros et le second de plus de 960 millions d'euros. Les deux premiers fonds représentent donc plus de 20% des encours des fonds français de fonds alternatifs et les cinq premiers, plus du tiers des encours.

- En termes de collecte, les souscriptions de ces fonds enregistrent des hausses soutenues. L'encours global des fonds français de fonds alternatifs n'était que de l'ordre de 8 milliards d'euros au

¹⁴ L'annexe 3 rend compte des 13 critères de l'article 411-34 du RGAMF.

¹⁵ Cf. annexe 4 relative aux seuils d'investissement existant dans les Etats européens.

¹⁶ Cf. la section II.4. 3. du présent rapport.

31 décembre 2005. Au cours du premier trimestre 2007, les souscriptions ont progressé de plus de 13%¹⁷.

En dépit de cette croissance soutenue, le Groupe de travail a constaté que le montant global des encours des véhicules régulés de gestion alternative était encore décevant : ils ne représentent qu'une très faible part des OPCVM agréés par l'AMF (1% environ des encours globaux¹⁸).

Il attribue principalement ce relatif échec commercial à l'inadaptation de la réglementation s'appliquant aux investisseurs institutionnels (mutuelles, organismes de retraite, compagnies d'assurance, etc.) plutôt qu'à des faiblesses intrinsèques de la réglementation française de la gestion alternative. Il considère que des contraintes réglementaires, non nécessairement justifiées du point de vue de la régulation des investisseurs institutionnels, empêchent d'investir dans des produits de gestion alternative. Il rappelle l'importance d'un marché domestique performant pour servir de base au développement des sociétés françaises à l'étranger.

Le Groupe de travail demande que la réglementation des investisseurs institutionnels (mutuelles, organismes de retraite, compagnies d'assurance, etc.) soit adaptée afin de leur permettre d'investir davantage dans ces véhicules alternatifs.

Il considère que le présent rapport, et surtout le débat qu'il suscitera sur la Place, devraient être l'occasion d'une prise de conscience par les Autorités de tutelle des investisseurs institutionnels, de l'importance de cet enjeu. Il demande que, pour sa part, l'AMF effectue une démarche en ce sens auprès d'elles.

I.3.2. Les encours de la multigestion alternative demeurent concentrés sur un nombre réduit d'acteurs

Sur l'ensemble des 500 sociétés de gestion agréées par l'AMF, 73 sociétés de gestion disposent aujourd'hui d'un programme d'activité spécialisé multigestion alternative approuvé par l'AMF¹⁹.

La concentration des encours sur un nombre limité d'acteurs reste toutefois très forte : les deux premières sociétés de gestion collectent plus du 40% des encours de fonds de fonds alternatifs et les cinq premières plus de 60%.

Les sociétés de multigestion alternative ont un effet d'entraînement non négligeable sur l'activité et la rentabilité des intermédiaires financiers de la Place²⁰. Elles sont d'importants consommateurs de services financiers, notamment de services d'aide à la décision d'investissement.

I.4. Sous réserve qu'ils soient commercialisés sur la base d'une information appropriée, les fonds de fonds alternatifs sont désormais devenus une composante de diversification du portefeuille financier des investisseurs

- Lors des auditions auxquelles il a procédé, le Groupe de travail a souhaité mieux percevoir l'intérêt que pouvait revêtir la multigestion alternative pour des investisseurs, en particulier pour les investisseurs individuels. Cette interrogation a notamment été clairement exprimée par le représentant des services de la Commission européenne dans la perspective d'une éventuelle intervention future de la Commission dans ce domaine.

¹⁷ Source : Astéris.

¹⁸ Source : Astéris.

¹⁹ Contre 67 au 31 décembre 2005 et 60 au 31 décembre 2004.

²⁰ Cf. la réponse de l'AFEI à la consultation ciblée de l'AMF sur l'évaluation du cadre de régulation de la multigestion alternative en France et sur les voies susceptibles de l'améliorer.

Le succès de la gestion alternative repose sur trois moteurs de performance, qui jouent à des degrés variables selon les stratégies suivies :

- la capacité des gérants à exploiter les inefficiences de marché, notamment les valorisations parfois incohérentes au sein d'une même classe d'actifs ;
- l'exposition des portefeuilles à des facteurs de risque peu présents dans la gestion traditionnelle (risque de liquidité, volatilité, etc.) ;
- la capacité des mêmes gérants à faire varier de façon opportune leur exposition aux différentes classes d'actifs en fonction des configurations de marché (« bêtas variables »).

Ces moteurs de performance jouent d'autant plus que les gérants sont libérés de beaucoup des contraintes d'investissement, réglementaires ou autres, qui pèsent sur la gestion traditionnelle et que les rémunérations sont très attractives. Ainsi, le Groupe de travail est convenu que la multigestion alternative a un intérêt particulier, notamment dans une optique de diversification du patrimoine financier des investisseurs, qu'ils soient individuels ou institutionnels.

- Pour préciser ce diagnostic, l'un des membres du Groupe a étudié l'historique des performances des produits de multigestion alternative et les conséquences de leur introduction dans les portefeuilles sur le couple rendement/risque²¹, étant entendu que les résultats doivent être appréhendés avec précaution, « *les performances passées ne préjugent pas des rendements futurs* ».

Ces travaux ont porté sur l'ensemble de la multigestion alternative à travers le monde (et non sur les seuls ARIA III français) pour la période janvier 1990 - février 2007. Ils montrent que les produits de multigestion alternative ont largement surperformé les autres classes d'actifs. Ils révèlent aussi que le rendement des fonds de multigestion alternative apparaît principalement corrélé à celui des actions et beaucoup plus faiblement à celui des actifs obligataires et monétaires. Toutefois, la corrélation de ces produits de multigestion alternative avec le rendement des actions est variable dans le temps : elle a ainsi décliné en 2000-2002 lors de la forte baisse des actions, avant de se réaffirmer à partir de 2003 au moment du rebond. Les fonds alternatifs et par conséquent les fonds de multigestion alternative ont ainsi historiquement opportunément modulé leur exposition au marché des actions²².

L'annexe 6 du rapport évalue l'apport de l'introduction de produits de multigestion alternative dans le portefeuille financier d'un investisseur, en supposant au départ un portefeuille équilibré entre actions, obligations et actifs monétaires, puis en incorporant progressivement des fonds de multigestion alternative, de 0% à 20% de l'encours total du portefeuille. Le reste du portefeuille demeure équilibré entre les trois classes d'actifs standards que sont les actifs monétaires, obligataires et actions.

Au total, il apparaît que l'incorporation des fonds de fonds alternatifs peut améliorer la performance d'un portefeuille global : non seulement le rendement moyen peut être plus élevé, mais le risque peut diminuer simultanément sous l'effet de diversification. Par conséquent, le profil rendement/risque peut être largement amélioré, comme en atteste l'augmentation du ratio de Sharpe²³.

Un exercice similaire de simulation a été effectué en se restreignant à l'univers français des ARIA III. Cet exercice a été limité à une période de temps plus courte, en l'occurrence depuis août 2003. Un indice des fonds de fonds ARIA (ARIA III) a été élaboré pour mener à bien cette simulation. Les conclusions sont semblables. Il apparaît là aussi que l'introduction des fonds alternatifs permet de

²¹ Cf. l'annexe 6 du présent rapport intitulée « Un état des lieux des fonds ARIA ».

²² Cette capacité des fonds alternatifs à moduler judicieusement leur exposition au marché est connue sous le terme de « bêta alternatif ».

²³ Le ratio de Sharpe est le quotient de l'excès de rentabilité par rapport au taux sans risque divisé par le risque (mesuré par l'écart type des rentabilités). Il mesure la capacité du gérant à obtenir une rentabilité supérieure à celle d'un placement sans risque avec la volatilité la plus faible possible.

diminuer très sensiblement le risque. Au final, le profil rendement/risque du portefeuille peut être amélioré, comme en atteste à nouveau la progression des ratios de Sharpe.

- Ces résultats illustrent le coût qu'il pourrait y avoir à priver toute une catégorie d'investisseurs de l'accès à ces produits.

Il n'en reste pas moins que les membres du Groupe ont aussi insisté sur la nécessité d'une bonne compréhension par les investisseurs des risques spécifiques qu'implique un investissement dans une stratégie de multigestion alternative. Ils ont aussi noté que l'indicateur traditionnel de volatilité, et l'indicateur de ratio de Sharpe qui en découle, ne permettent pas une comparaison totalement équilibrée entre les performances de la multigestion alternative et celles d'autres classes d'actifs, notamment les actions. Même si d'autres méthodes statistiques plus avancées existent pour tenter d'atténuer l'impact de ces limites, leur utilisation demeure moins répandue et elles ne peuvent pas prétendre apporter des réponses unanimement satisfaisantes aux spécificités des risques des « *hedge funds* ».

D'une part, les « *hedge funds* » sont souvent des investissements à faible liquidité : le passage par la multigestion atténue sans le faire totalement disparaître le risque d'illiquidité.

D'autre part, les « *hedge funds* » sont soumis à des problèmes de valorisation de leurs actifs illiquides ou complexes qui se rencontrent beaucoup moins fréquemment pour des actions. La valorisation à partir de modèles plutôt que de prix objectifs de marché peut pour certaines stratégies biaiser vers le bas l'estimation de la volatilité de la performance.

Enfin, même correctement calculé, le ratio de Sharpe est un indicateur insuffisant pour pouvoir comparer le couple rendement/risque de différents placements. L'investisseur à long terme est aussi intéressé par l'intensité des « forces de rappel » sur les différents actifs, c'est-à-dire par la capacité des placements à rebondir après une phase négative. En effet, les investisseurs, quel que soit leur horizon de gestion, sont concernés également par la distribution des rendements à volatilité donnée. Ils préfèrent généralement un produit où gains et pertes sont relativement symétriques (distribution « normale ») à un produit où des petits gains réguliers ont comme rare contrepartie une perte de plus grande taille.

La place relative de la gestion alternative et des actions dans un portefeuille diversifié optimisé reste ainsi une question controversée. Les éléments statistiques rassemblés à l'occasion du présent rapport ne suffisent pas à établir que les fonds de « *hedge funds* » permettraient d'escompter « *le rendement d'une action et le risque d'une obligation* ». Les risques spécifiques d'un tel investissement doivent ainsi être clairement soulignés lors du processus de vente des produits de multigestion alternative.

- Certains membres du Groupe de travail ont préconisé que la Place travaille à l'élaboration et à la publication d'un indice des ARIA III afin de diffuser auprès du grand public un indicateur permettant de rendre compte d'une manière objective de la performance de ce type de fonds. Les investisseurs individuels seraient ainsi en mesure de déterminer l'utilité que pourrait avoir un produit de multigestion alternative comme composante de diversification de leur portefeuille financier.

Les produits de multigestion alternative constitueront désormais une composante possible de diversification d'un portefeuille financier. Il convient toutefois d'appréhender d'une manière appropriée les risques spécifiques associés à un investissement dans un fonds de « *hedge funds* » liés notamment à l'illiquidité et au profil rendement/risque atypique de certaines stratégies alternatives.

* * *

*

Depuis 2003, la France dispose d'un cadre de régulation pour la multigestion alternative. En dépit d'encours aux montants décevants, ce cadre est apparu globalement satisfaisant, apportant une valeur ajoutée non négligeable aux investisseurs dans une optique de diversification de leur patrimoine financier.

Toutefois, un certain nombre de raisons poussent désormais le régulateur, avec toutes les parties de la Place, à procéder à une évaluation de ce cadre et à en améliorer le dispositif.

* * *
*

II. Cinq raisons d'agir

II.1. Un besoin d'évaluation : une bonne régulation est une régulation évaluée *a posteriori*

L'AMF s'est engagée dès l'année 2006 dans une démarche dite « *Pour une meilleure régulation* » qui vise à concilier la protection de l'investisseur et le développement économique et financier de la Place de Paris, à identifier et à mettre en œuvre les progrès nécessaires en termes d'efficacité opérationnelle.

Différentes étapes vont rythmer cette évolution. Un premier document de consultation a fait l'objet à l'été 2006 d'une synthèse rendue publique lors des entretiens de l'AMF du 30 novembre 2006²⁴.

Tirant les leçons de cette consultation, l'AMF a préconisé le développement « *des formes de contrôle a posteriori et la responsabilisation des professionnels, plutôt que le contrôle a priori* »²⁵. (...) « *Le contrôle a priori serait allégé en conséquence, avec en contrepartie une attention accrue portée sur les diligences effectuées par les différentes personnes responsables lors des contrôles a posteriori* ».

Cette piste est précisément celle qui a été analysée par le Groupe de travail quant il s'est agi pour lui d'envisager les voies possibles d'amélioration du cadre de régulation de la multigestion alternative.

Son intervention s'inscrit d'ailleurs dans la ligne de la méthode désormais retenue par le régulateur où, à « *chaque fois que cela sera nécessaire, ces travaux seront suivis ou accompagnés de travaux de Place dans le cadre de groupes mixtes incluant des représentants à la fois des investisseurs, des sociétés cotées et des professionnels, et qui démarreront à partir du début de l'année 2007* »²⁶.

L'évaluation de la régulation de la multigestion alternative qu'a entrepris le Groupe de travail au cours du premier semestre 2007 s'inscrit dans le cadre de la démarche du régulateur en faveur d'une meilleure régulation.

II.2. Des enseignements à tirer de la défaillance de différents « *hedge funds* », et en particulier du fonds Amaranth à la fin de l'année 2006

Les enseignements tirés par l'AMF des problèmes survenus dans le fonds Amaranth à la fin de l'année 2006, et surtout de leurs conséquences pour les OPCVM ARIA de fonds alternatifs, ont aussi constitué un élément important de la réflexion des membres du Groupe de travail.

²⁴ Cf. page 9 du document AMF intitulé « Les résultats de la consultation et les engagements de l'Autorité des marchés financiers. Pour une meilleure régulation. Synthèse et orientations » - novembre 2006.

²⁵ *Ibid.*, page 13.

²⁶ Les Entretiens 2006 de l'AMF (30 novembre 2006) – « Les enjeux du nouvel environnement réglementaire : comment la Place de Paris s'adapte t-elle ? » Discours de clôture de M. Prada, Président de l'AMF.

Encadré 2 : Impact de la défaillance du « *hedge fund* » américain Amaranth sur les sociétés françaises de multigestion alternative et évaluation de leurs diligences : leçons tirées par l'AMF

Quelques éléments de contexte

Le fonds Amaranth, fonds de droit étranger non régulé par l'AMF, était à l'origine un fonds multistratégies. La concentration progressive de ses positions sur le marché de l'énergie et une évolution défavorable de ce dernier, dans un contexte de marché déséquilibré ne permettant pas le débouclage des positions à des prix normaux (concentration de positions illiquides), ont mené le fonds au bord de la faillite en septembre 2006. Les pertes rapportées par la presse se chiffrent à plus de 6 milliards de dollars.

Impacts sur la gestion française

Quatre sociétés de gestion françaises avaient sélectionné Amaranth. Une quinzaine d'OPCVM de droit français ont été ainsi touchés par cet incident dont cinq par le biais d'un investissement direct dans Amaranth. La plus forte baisse enregistrée parmi ces OPCVM est chiffrée à -3,40% pour un OPCVM non ouvert au public. Parmi les OPCVM français commercialisés auprès du public, la plus forte dépréciation a été de -1,45%. Trois fonds étrangers, gérés par des sociétés de gestion françaises, ont également été touchés.

Le dispositif de régulation française de fonds de fonds alternatifs conduit la société de gestion à limiter les risques juridiques et opérationnels liés à la structure même de ces fonds, entités « *off-shore* » gérées par des sociétés peu régulées, et à être en mesure d'apprécier les risques liés aux stratégies d'investissement mises en œuvre.

Le cas Amaranth souligne la robustesse de ce dispositif : la diversification des portefeuilles a atténué fortement l'impact des pertes du fonds Amaranth sur les fonds de fonds concernés. Le processus de sélection initiale leur a permis d'identifier les caractéristiques de la gestion mise en œuvre, les conduisant à s'orienter vers des fonds multistratégies. Grâce au suivi ultérieur, la concentration croissante du fonds Amaranth sur le marché de l'énergie est clairement apparue, ce qui a poussé certaines d'entre eux à réduire leurs positions.

En première analyse, les résultats obtenus par l'AMF à l'issue de ses investigations à la fin de l'année 2006 l'ont incitée à considérer que la faillite d'Amaranth n'avait pas révélé en France de problèmes majeurs dans le processus de contrôle et d'analyse effectué par les sociétés de gestion de la Place.

Toutefois, il est ressorti de l'examen des diligences effectuées qu'une plus grande attention aurait pu être opportunément portée par les gérants de fonds de « *hedge funds* » dans les domaines suivants :

- la forte latitude dont bénéficient certains fonds alternatifs multistratégies dans les choix qu'ils mettent en œuvre peut se traduire par des modifications importantes de leur profil de risque. Ce risque doit être évalué et, le cas échéant, mis en regard avec les conditions de liquidité du fonds ;
- le suivi des fonds alternatifs doit permettre d'identifier les évolutions significatives des stratégies qu'ils mettent en œuvre. Il nécessite une mise à jour des diligences réalisées lors de l'investissement initial et une revue de l'opportunité de sortie du fonds. Les éventuelles performances attrayantes réalisées par un fonds ne doivent pas faire oublier cette nécessité.

S'agissant des leçons à tirer du cas Amaranth pour la Place et pour les fonds français de multigestion alternative, le Groupe de travail a estimé :

- que la règle de diversification des risques au sein des ARIA III avait constitué un élément sécurisant très important du système de régulation français ;
- qu'Amaranth avait été confronté à des pertes résultant de mauvaises positions de « *trading* » sur le marché du gaz et de l'occurrence d'un risque de liquidité non maîtrisé. La défaillance du fonds est ainsi devenue inévitable lorsqu'il n'a pas pu faire face à des demandes de rachat de parts tandis que les « *prime brokers* » procédaient à des appels de marge conséquents dans un contexte où tous les intervenants avaient, par ailleurs, une connaissance assez précise de la nature des positions perdantes du fonds. La prise en compte du risque de liquidité, toujours délicate à opérer en pratique, au sein du « *hedge fund* » sous-jacent constituait donc un élément important des risques que le multigérant alternatif devait identifier et évaluer ;
- que le cas Amaranth démontrait l'importance du suivi du « *hedge fund* » sous-jacent par le multigérant alternatif au cours du temps, particulièrement lorsqu'un fonds multistratégies devient monostratégie. La variation de la volatilité des performances du fonds sous-jacent pouvait constituer un signal pertinent à prendre en considération ;
- que les diligences du multigérant devaient aussi porter sur les possibilités données au gérant du « *hedge fund* » sous-jacent de modifier ses choix stratégiques d'une manière discrétionnaire. Un prospectus offrant une grande latitude au gérant du « *hedge fund* » devait donc susciter une vigilance accrue de la part du multigérant alternatif ;
- l'importance pour le multigérant alternatif d'apprécier le risque potentiel sur chacun des fonds sous-jacents dans lequel il a investi.

Par ailleurs, ces éléments doivent faire l'objet d'un suivi permanent comme l'illustrent les difficultés récentes de « *hedge funds* » exposés sur le marché des « *sub-prime* ».

Le Groupe de travail a conclu sur l'importance que revêt :

- l'exigence d'une diversification des risques au sein des ARIA III, la diversification étant entendue en termes de nombre de fonds sous-jacents mais aussi de stratégies suivies par ces fonds sous-jacents. La nécessité de ne pas alléger trop significativement sur ce point le système actuel a fait l'objet d'un commun accord ;
- la robustesse d'un système de suivi des risques, tant au niveau du fonds de fonds alternatifs que du « *hedge fund* » sous-jacent et la mise en place de relations de confiance avec les gérants des « *hedge funds* » sous-jacents afin d'avoir autant que faire se peut accès aux informations pertinentes pour apprécier la réalité des situations quand cela est nécessaire.
- un suivi adéquat du risque de liquidité, particulièrement pour les fonds sous-jacents ayant des actifs illiquides ou complexes, ce qui pose parallèlement la question de l'établissement de modalités adaptées de rachat des parts de ces fonds ;
- les exigences du régulateur concernant le périmètre des diligences du multigérant alternatif, surtout si elles se substituent, en partie, à certains critères d'éligibilité *a priori* des fonds sous-jacents.

L'analyse des leçons à tirer du cas Amaranth amène le Groupe de travail à considérer que les marges possibles de progrès du système français de régulation de la multigestion alternative reposent essentiellement sur une amélioration des efforts et des procédures de suivi des fonds sous-jacents par le multigérant et des conséquences opérationnelles qui en découlent.

II.3. Des arbitrages réglementaires à analyser pour en minimiser les effets injustifiés du point de vue de la protection de l'épargne

La question des possibilités croissantes offertes aux investisseurs individuels en Europe de s'exposer plus ou moins directement au marché des « *hedge funds* » a constitué l'une des préoccupations qui ont incité l'AMF à procéder à cet exercice d'évaluation du cadre de régulation des fonds de « *hedge funds* ».

L'industrie de la gestion collective est confrontée à des situations d'inégalité du jeu concurrentiel entre les enveloppes et les régimes juridiques permettant d'investir dans des produits financiers offrant des stratégies d'investissement similaires mais avec des contraintes réglementaires très hétérogènes.

Dans sa cartographie des risques publiée le 9 janvier 2007, l'AMF avait déjà relevé que l'ensemble des produits de gestion collective pouvait être proposé dans des cadres juridiques très différents (assurance, bancaire et gestion collective) en termes de transparence, de fiscalité ou de régimes des intermédiaires.

Cette situation est particulièrement marquée pour les « *hedge funds* ». En effet, les investisseurs individuels peuvent s'exposer à cet univers par l'intermédiaire des certificats cotés, des « *hedge funds* » cotés fermés, de certaines unités de compte de contrats d'assurance-vie, de fonds de fonds alternatifs ou dans le cadre d'une gestion individuelle sous mandat²⁷.

Pour le régulateur, ces possibilités soulèvent la question du cadre optimal de protection des investisseurs pour différents produits financiers au profil rendement/risque assez similaire et dont seule l'enveloppe juridique et fiscale est variable. En première analyse, il lui apparaît que l'activité de multigestion alternative régulée comporte des caractéristiques intéressantes du point de vue de la protection de l'épargne dans la mesure où « *elle confère (...) aux gérants d'actifs de fonds de fonds une responsabilité particulière au regard des diligences qu'ils doivent être capables de conduire sur les fonds sous-jacents* »²⁸. Par ailleurs, le Comité Européen des Régulateurs des Marchés de Valeurs Mobilières²⁹ a récemment reconnu, sous certaines conditions, l'éligibilité des indices de « *hedge funds* » aux fonds grand public coordonnés. Ceci suppose que soit rigoureusement contrôlé le risque d'arbitrage réglementaire en faveur de produits moins exigeants au regard des diligences normales des gérants.

Le Groupe de travail a proposé des règles pour les fonds français de fonds alternatifs qui ne les mettent pas dans une situation concurrentielle défavorable par rapport à d'autres produits financiers à exposition et à stratégie similaires, tout en veillant à préserver leurs caractéristiques essentielles du point de vue de la protection de l'épargne.

II.4. Un contexte international incitant à s'assurer de la pertinence des standards nationaux afin de pouvoir en assurer la promotion dans les enceintes internationales et auprès des investisseurs étrangers

Le sujet de la multigestion alternative est aujourd'hui au coeur des réflexions et des initiatives prises par diverses instances internationales, que ce soit au sein de l'OICV ou des instances européennes.

L'ensemble de ces travaux s'inscrit dans une réflexion plus globale visant à élargir la distribution des produits de gestion alternative.

²⁷ Les éléments essentiels ont été exposés dans la partie I. 1 du présent rapport.

²⁸ Cf. le Discours de clôture de Michel Prada sur la problématique des « *hedge funds* » - Conférence organisée par Premier Cercle en association avec *The Wall Street Journal* - dans la revue mensuelle de l'AMF n° 32 de janvier 2007.

²⁹ « CERVM » plus connu sous l'acronyme anglais de « CESR » (« *Committee of European Securities Regulators* »). Décision publiée le 17 juillet 2007.

II.4.1. Au plan international, le comité permanent de l'OICV dédié à la gestion d'actifs (« *Standing Committee 5* »³⁰ « SC5 »), a ainsi reçu un mandat pour étudier les enjeux de régulation posés par les fonds de « *hedge funds* » en février 2007. Ce mandat est piloté par l'AMF. Il s'inscrit dans le prolongement des précédents travaux du SC5 consacrés au sujet des « *hedge funds* ».

En 2006, le SC5 avait déjà publié un rapport rendant compte de l'intérêt croissant de nombreuses juridictions dans le monde quant aux moyens appropriés pour réguler les « *hedge funds* ». Globalement, il ressortait de ce document que 18 des 20 plus grandes places financières encadraient d'ores et déjà l'activité des « *hedge funds* », suivant des modalités encore assez diverses d'un pays à l'autre. Face à cette diversité d'approches, l'OICV avait jugé prioritaire de déterminer la nature des informations devant être communiquées à l'investisseur (frais, risques encourus, expérience des gérants, nature des contrôles internes, conflits d'intérêts éventuels). Il avait aussi été décidé que ce travail devrait concerner en priorité les fonds de « *hedge funds* » car les membres de l'OICV anticipaient une évolution selon laquelle ce type de fonds devrait constituer à l'avenir le véhicule privilégié de diffusion auprès du grand public des techniques de gestion alternative.

Le 20 avril 2007, l'OICV a donc lancé une consultation publique visant à collecter auprès de toutes les parties intéressées leurs points de vue sur les enjeux de régulation posés par la multigestion alternative³¹. Une fois accompli ce travail d'identification des risques et des sujets à traiter, l'OICV mènera, en 2008, des travaux d'élaboration de standards qui associeront les régulateurs du SC5 et des représentants de l'industrie de la gestion alternative. Ces standards devraient prioritairement aborder les diligences du gérant du fonds de « *hedge funds* ».

II.4.2. Au niveau européen, les réflexions s'inscrivent principalement dans le cadre du Livre blanc de la Commission européenne publié en novembre 2006³². Parallèlement aux initiatives prises par la Commission européenne, les travaux de CESR sur l'éligibilité des indices de « *hedge funds* » aux OPCVM coordonnés constituent un autre cadre de réflexion dont la prise en compte est nécessaire.

Le 5 février 2007, CESR lançait une consultation³³ suggérant que l'éligibilité des indices de « *hedge funds* » aux OPCVM coordonnés soit autorisée sous réserve du respect de conditions en matière de diversification, de représentativité et de publication de l'indice.

Dans le cadre des consultations que le CESR a menées lors de ses travaux, les membres du groupe consultatif de professionnels placé auprès des experts du groupe « *CESR Investment Management* » ont regretté que les fonds de « *hedge funds* » ne puissent pas faire l'objet d'une distribution plus large à l'échelle européenne, alors que cela pourrait être le cas pour les OPCVM coordonnés répliquant la performance d'un indice de « *hedge funds* »³⁴. Le 17 juillet 2007, CESR a publié une recommandation³⁵ concernant l'éligibilité des indices de « *hedge funds* » aux OPCVM coordonnés et plus précisément, les conditions que doivent respecter ces indices pour pouvoir être qualifiés d'indices financiers auxquels les OPCVM coordonnés peuvent s'exposer. La recommandation précise également les diligences appropriées à mener avant d'exposer un OPCVM coordonné à ces indices.

³⁰ Le SC5 a pour objectifs d'analyser périodiquement l'évolution des pratiques professionnelles et les besoins de régulation qui en découlent. Il est de ce fait régulièrement amené à proposer des standards communs de régulation fondés sur les meilleures pratiques de ses membres. Il est actuellement présidé par l'AMF.

³¹ Cf. le document OICV « *Call for views on issues that could be addressed by IOSCO on funds of hedge funds* » (avril 2007). (<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD244.pdf>).

³² Cf le document de la Commission européenne « *White paper on enhancing the single market framework for investment funds* », 15.11.2006, (Com(2006) 686 final).

³³ Document CESR de consultation publique intitulé « *Clarification of the definitions concerning eligible assets for investment by UCITS: can hedge fund indices be classified as financial indices for the purpose of UCITS?* » (CESR/07-045). La date de clôture de la consultation publique était le 16 avril 2007.

³⁴ Cf. paragraphe 23, page 8 du document CESR de consultation publique « *Clarification of the definitions concerning eligible assets for investment by UCITS: can hedge fund indices be classified as financial indices for the purpose of UCITS?* » (CESR/07-045).

³⁵ Cf. les recommandations de CESR dans le document « *CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS - The classification of hedge fund indices as financial indices - Ref: CESR/07-434* » - juillet 2007.

Il apparaît donc que l'évaluation de la cohérence du cadre français de régulation de la multigestion alternative doit clairement prendre en compte les risques d'arbitrage réglementaire entre des OPCVM coordonnés fondés sur un indice de «*hedge funds*» et des OPCVM « OPCVM de fonds alternatifs » qui ne seraient pas coordonnables.

II.4.3 Les homologues européens de l'AMF ont également pris des initiatives en matière de réglementation des fonds de «*hedge funds*» afin notamment de permettre une distribution élargie de ces derniers. C'est au Royaume-Uni que des développements importants ont récemment vu le jour. Ainsi, en mars 2006, la «*Financial Services Authority*» («*FSA*») britannique soumettait à consultation publique³⁶, la possibilité de créer un régime de fonds de «*hedge funds*» commercialisables auprès du grand public.

La FSA mentionnait à cette occasion des critères possibles d'éligibilité des fonds sous-jacents, comme la nécessité d'une certification annuelle du fonds et l'établissement d'une valeur liquidative par une personne indépendante du fonds, l'existence de procédures permettant à l'investisseur de racheter ses parts du fonds dans un délai raisonnable et l'obligation pour le fonds de se conformer au principe de dispersion des risques.

Prolongeant et précisant sa démarche, la FSA lançait une nouvelle consultation le 27 mars 2007³⁷ en proposant de permettre aux fonds ouverts britanniques réglementés qui ne sont pas conformes à la Directive OPCVM d'investir jusqu'à 100% de leurs actifs dans des fonds alternatifs («*hedge funds*», «*private equity*»)³⁸. Ces fonds non coordonnés pourraient être commercialisés directement auprès du grand public sans restriction. En contrepartie, les gérants de ces fonds devraient respecter des règles de diligence appropriées («*due diligence*»).

Le document de la FSA souligne l'importance que revêt un processus sécurisé de commercialisation auprès du grand public de ce type de produit. L'information diffusée par les gérants et les distributeurs à l'investisseur final, ainsi que les conditions de commercialisation de ces produits financiers, constituent, pour la FSA, des éléments essentiels de son modèle de régulation des produits de multigestion alternative.

L'ensemble des réflexions et travaux internationaux confirme les enjeux associés au développement de la multigestion alternative et crée un contexte favorable qui a incité le Groupe de travail à analyser précisément les implications des initiatives des régulateurs européens en matière de régulation de leurs fonds de multigestion alternative.

³⁶ Cf. pour les premières pistes de réflexion, le «*Feedback statement 06/3*» de la FSA intitulé «*Wider-range Retail Investment Products: Consumer protection in a rapidly changing world - Feedback on DP05/3*» - mars 2006.

³⁷ La consultation s'est close le 27 juin 2007.

³⁸ Cf. le «*Consultation Paper*» de la FSA intitulé «*Funds of Alternative Investment Funds*» - mars 2007.

II.5. Des perspectives européennes à anticiper afin de positionner efficacement la Place de Paris

En juillet 2006, le Groupe des Experts de l'industrie sur la gestion alternative missionné par la Commission européenne avait salué l'approche de certains Etats Membres autorisant la commercialisation de fonds de « *hedge funds* » à des investisseurs particuliers³⁹. Il avait soutenu l'idée d'une distribution élargie des fonds de « *hedge funds* » à des investisseurs non qualifiés et sur une base transfrontière. Si le Groupe avait alors abordé la question de la création d'un régime européen des fonds de « *hedge funds* » qui deviendraient ainsi « passeportables » au sein de l'Union européenne⁴⁰, il avait néanmoins recommandé une toute autre option qui s'est révélée difficilement praticable par la suite⁴¹.

A l'occasion de sa réponse au rapport du Groupe des Experts, l'Association Française de la Gestion Financière (« AFG ») indiquait pour sa part qu'une distribution transfrontière des fonds de « *hedge funds* » exigeait un cadre réglementaire européen adapté et ne pouvait se reposer sur les seules dispositions de la Directive MIF. A cet égard, l'AFG préconisait soit d'inclure les fonds de « *hedge funds* » dans le champ d'application de la Directive OPCVM, soit de développer un régime européen distinct spécifique aux fonds non coordonnés. L'AFG a depuis lors régulièrement rappelé cette préconisation dans ses réponses aux consultations européennes.

Le Collège de l'AMF, quant à lui, considérant la proposition du Groupe des Experts *visant « une distribution élargie ... des fonds de fonds de gestion alternative comme la plus prometteuse à court terme »*, préconisait la création d'un « régime européen des fonds de fonds de gestion alternative dont le régime juridique serait fondé sur une régulation appropriée des acteurs et sur un ensemble de diligences minimales à effectuer par le gérant du fonds de fonds dans le but d'assurer un niveau de sécurité optimal pour l'investisseur individuel.

*Cette piste paraît en effet la seule viable en termes de régulation. L'idée d'une reconnaissance mutuelle automatique par les Etats Membres de leurs régimes nationaux de fonds alternatifs a en effet peu de chances de se concrétiser sans l'émergence d'un standard commun. La France en tout cas ne pourrait reconnaître des régimes nationaux ne présentant pas un niveau de garantie suffisant »*⁴².

Certes, dans le Livre blanc de la Commission européenne sur la gestion d'actifs publié en novembre 2006, la création d'un régime européen des fonds de « *hedge funds* » ne constitue pas une priorité immédiate. Mais, dans le même temps, la Commission a annoncé une réflexion d'ensemble sur la commercialisation transfrontière de fonds non coordonnés en privilégiant, à ce stade, des travaux concrets sur la coordination des fonds immobiliers. Par ailleurs, dans son document de travail de juin 2007, M. Wolf Klinz, rapporteur du Livre blanc de la Commission européenne pour le Parlement européen, a incité la Commission européenne à inclure le sujet des fonds de « *hedge funds* » dans l'agenda de la Commission.

³⁹ Cf. le document "Report of the Alternative Investment Expert Group to the European Commission" intitulé "Managing, Servicing and Marketing hedge funds in Europe" - juillet 2006 : "Several Member States have authorized the sale of funds of hedge funds to retail investors on the grounds that they provide diversified exposure to this asset class. This has been the case inter alia, in France, Germany, Ireland, Luxembourg and Spain. Whilst there are concerns regarding the level of product regulation that some of these regimes introduced, the Group welcomes this approach and believes fund of hedge funds (or well diversified hedge funds) could provide significant benefits to a wide range of investors for whom the case may be that investment in single hedge funds is not appropriate."

⁴⁰ Cf. le document « Report of the Alternative Investment Expert Group to the European Commission » intitulé "Managing, Servicing and Marketing hedge funds in Europe" - juillet 2006 : "The Group gave some consideration to possible adjustments to the relevant provisions of the UCITS Directive to allow a broader population of funds of hedge funds to be authorised and marketed across Europe as UCITS ... the Group decided against such a course of action".

⁴¹ L'option retenue par le Groupe des Experts visait un système de reconnaissance mutuelle des fonds de « *hedge funds* » autorisés à la commercialisation auprès d'investisseurs particuliers dans leur pays d'origine, et une distribution de ces fonds sur le seul fondement des dispositions de la Directive MIF. Cette option s'est révélée difficilement praticable par la suite dans la mesure où elle s'appuyait sur une interprétation par trop extensive de la Directive MIF : cf. en particulier la réponse de l'EFAMA au rapport du Groupe des Experts (« *the possibility of distributing non UCITS under MIFID without any marketing restrictions beyond MIFID suitability requirements (...) requires a very far-reaching interpretation of MIFID which (...) would significantly strengthen the competitive position of non UCITS(...)* »).

⁴² Cf. « Réponse de l'Autorité des marchés financiers aux travaux des groupes d'experts de la Commission européenne sur la gestion d'actifs », publiée sur le site de l'AMF le 30 octobre 2006.

Lors de son audition par le Groupe de travail le 9 mai 2007, le représentant des services de la Commission européenne a précisé l'état d'esprit de la Commission, en indiquant que celle-ci avait identifié cinq problématiques qu'il convenait de résoudre au préalable avant de considérer une éventuelle initiative communautaire sur la gestion alternative :

- le régime des OPCVM dans sa version actuelle (Directive OPCVM amendée) ne permet pas de contribuer au développement de l'industrie des fonds de « *hedge funds* ». Dès lors, quelles sont les conditions que les fonds de « *hedge funds* » ou leurs fonds sous-jacents ne remplissent pas pour pouvoir bénéficier des dispositions du cadre réglementaire européen des fonds coordonnés? ;
- les fonds de multigestion alternative sont-ils appropriés pour les investisseurs grand public en termes de performance, de couple rendement/risque, etc. ?⁴³ ;
- quelles sont les différences et les similitudes entre les divers régimes nationaux d'encadrement de la multigestion alternative dans les États membres ? Quel est le degré de convergence possible entre ces régimes ? ;
- les avantages liés à l'accessibilité des investisseurs grand public à ces fonds sont-ils plus importants que les inconvénients, notamment au regard des difficultés inhérentes à la mise en place d'un tel régime au niveau européen ? ;
- s'il existe une présomption en faveur d'un encadrement européen des fonds de « *hedge funds* », quelles sont les options préférables pour le mettre en place ?
Peuvent être envisagées en première analyse :
 - (i) la reconnaissance mutuelle des fonds de « *hedge funds* » tels que réglementés actuellement au niveau national dans les États membres ;
 - (ii) l'extension de la Directive OPCVM amendée pour y inclure les fonds de « *hedge funds* » ;
 - (iii) l'instauration d'un régime d'OPCVM « bis », c'est-à-dire un régime harmonisé pour les fonds de « *hedge funds* » en parallèle du régime des OPCVM coordonnés.

Le représentant des services de la Commission a indiqué que l'opportunité de compléter le régime des OPCVM coordonnés par des dispositions comparables pour certains fonds non coordonnés ferait l'objet d'un rapport de la Commission au Conseil et au Parlement européens à la mi-2008.

La question de l'opportunité de poursuivre les réflexions sur un éventuel régime de multigestion alternative au niveau européen sera donc examinée dans le contexte de l'élaboration et la remise de ce rapport.

Il a aussi été souligné que rendre « passeportables » des fonds d'investissement non coordonnés pouvant concurrencer des OPCVM coordonnés pourrait conduire à réduire fortement l'intérêt des gérants européens de produits d'épargne collective à respecter les exigences de la Directive OPCVM amendée. Le document de consultation de l'AMF avait eu l'occasion de mentionner ce risque.

Les réponses à cette consultation, tout en prenant en compte ce risque, ont unanimement plaidé en faveur d'un régime européen régulé pour la multigestion alternative afin d'établir une égalité du jeu concurrentiel entre produits ayant des stratégies d'investissement relativement proches et qui sont distribués aujourd'hui auprès du grand public.

Une majorité des réponses estime pertinente l'élaboration d'un cadre européen uniformisé et de standards communs pour la multigestion alternative, ainsi que la possibilité donnée aux fonds de fonds alternatifs de bénéficier d'un passeport à l'échelle de l'Union européenne. Selon les contributions reçues, l'élaboration de ce cadre européen des fonds de « *hedge funds* » ne viderait pas la Directive OPCVM amendée de sa substance.

⁴³ La section I. 4 du présent rapport s'efforce d'alimenter ce débat.

Cependant, exprimant des doutes sur la rapidité avec laquelle un tel régime européen pourrait être mis en place, elles considèrent qu'un régime de placement privé européen rapidement mis en œuvre pourrait alors constituer une voie à privilégier. Cette option serait également préférée à celle d'un mécanisme de reconnaissance mutuelle entre les différentes Autorités de l'Union européenne.

Le Groupe de travail souhaite la création d'un passeport européen pour des fonds de « *hedge funds* ».

Il a mené ses travaux dans la perspective de l'émergence de standards européens harmonisés en matière de régulation des fonds de « *hedge funds* », condition préalable à la création d'un passeport européen pour ce type de fonds.

* * *

*

Une fois établi ce diagnostic et précisé le contexte national et international de cet exercice d'évaluation, le Groupe de travail s'est attaché à proposer des recommandations visant à améliorer le cadre de régulation de la multigestion alternative en France.

Il a été convenu que l'adaptation des règles entourant les fonds français de fonds alternatifs (partie III du rapport) trouvait son pendant dans la formalisation plus explicite d'un cadre responsabilisant les sociétés de gestion dans la conduite de diligences appropriées (partie IV du rapport).

Le Groupe de travail a constaté, qu'en grande partie, ce cadre trouvait ses fondements dans le programme d'activité d'ores et déjà soumis à l'approbation de l'AMF mais qu'il méritait d'être clarifié et précisé afin de devenir le socle de la réglementation de la multigestion alternative en France et des futurs standards internationaux en cours d'élaboration.

Les recommandations du Groupe de travail : des sociétés de gestion bien organisées, conduisant des « *due diligence* » appropriées pour des ARIA III aux règles pertinentes :

- **Sept recommandations sur les produits pour adapter les règles applicables aux fonds français de fonds alternatifs, tout en continuant à offrir aux investisseurs des produits aux risques maîtrisés ;**
- **Quatre recommandations concernant les acteurs pour s'assurer que les sociétés de gestion mèneront leurs « *due diligence* » dans un cadre pertinent et contrôlé.**

* * *

*

III. Sept recommandations sur les produits pour adapter les règles applicables aux fonds français de fonds alternatifs, tout en continuant à offrir aux investisseurs des produits aux risques maîtrisés

Des 7 recommandations proposées par le Groupe de travail, la recommandation relative au statut des 13 critères d'éligibilité des fonds sous-jacents marquerait une évolution majeure du cadre de régulation de la multigestion alternative de la Place.

L'approche par les principes proposée par le Groupe de travail a ainsi des implications sur le cadre de régulation des sociétés de gestion tel qu'il est exposé dans la partie IV du rapport.

III.1. En matière d'éligibilité des « *hedge funds* » sous-jacents, adopter une approche fondée sur des principes afin d'atténuer le caractère « binaire » (ou « couperet ») des actuels 13 critères d'éligibilité des fonds

- Etat de la réglementation actuelle en matière de critères réglementaires d'éligibilité a priori des fonds sous-jacents

Initialement, ces critères de « bon sens » étaient conçus pour assurer un niveau de sécurité satisfaisant pour les OPCVM de droit français investissant dans des instruments de gestion collective de droit étranger porteurs de risques particuliers.

La mise en place de ces 13 critères réglementaires offrait ainsi un cadre de référence utile en limitant l'univers d'investissement à des fonds présentant des conditions suffisantes de sécurité financière et juridique.

Ces 13 critères peuvent être répertoriés de la manière suivante :

- garantie apportée sur la propriété des parts du fonds sous-jacent (**critère 1**), modalités de leur conservation (**critères 4 et 5**) et de leur réutilisation par le conservateur ou ses mandataires (**critère 6**), existence d'un patrimoine d'affectation du fonds sous-jacent (un actif et un passif propre) (**critère 3**) ;
- principe d'égalité des droits des porteurs du fonds sous-jacent (**critère 2**) ;
- enregistrement du gestionnaire du fonds et contrôle de celui-ci par une autorité (**critère 7**) ;
- certification annuelle des comptes du fonds par un contrôleur légal (**critère 8**) ;
- modalités précises d'information du porteur : valeur liquidative ou estimative mise à disposition au moins mensuellement (**critère 12**), information au moins trimestrielle sur la gestion du fonds sous-jacent (**critère 11**), établissement d'un prospectus décrivant les règles de gestion et les règles statutaires du fonds sous-jacent (**critère 10**) ;
- limitation des pertes de l'investisseur à hauteur de son investissement (**critère 9**) ;
- exclusion des fonds sous-jacents créés dans des pays ou territoires non coopératifs figurant sur la liste du GAFI (**critère 13**).

- Difficultés rencontrées par les sociétés de gestion et les dépositaires pour appliquer et contrôler le respect de ces 13 critères d'éligibilité

Depuis l'édiction de ces critères en 2003, l'AMF a eu connaissance d'un certain nombre de difficultés d'interprétation⁴⁴, sans pour autant que ces difficultés aient véritablement freiné le développement de la multigestion alternative en France.

D'une manière générale, les membres du Groupe de travail ont également souligné les difficultés d'interprétation et d'application de certains de ces critères, conduisant les sociétés de multigestion alternative à se considérer fréquemment dans une situation d'incertitude juridique lorsqu'elles sélectionnent un fonds sous-jacent. Aussi doivent-elles opter entre écarter un fonds cible, prenant ainsi le risque de perdre une opportunité d'investissement, ou référencer le fonds cible, prenant cette fois le risque d'être en position de non-conformité.

Il a aussi été mentionné que le respect de certains critères exige que la société de gestion obtienne des informations précises de la part des « *prime brokers* » alors qu'en pratique ces derniers ne transmettent pas nécessairement les informations demandées, surtout lorsque la société de gestion n'a pas, selon leurs critères, une taille suffisante.

Aussi, les membres du Groupe de travail ont-ils fait remarquer :

- que la rédaction des 13 critères reposait sur des considérations de « bon sens », même si des problèmes d'interprétation ou de mise en œuvre persistent, notamment sur les critères 5 et 7 ;
- que c'était plutôt leur caractère « binaire » ou « couperet » qui posait problème. Cette situation devrait d'ailleurs inciter le régulateur à privilégier une approche en termes de diligences en cohérence avec sa doctrine plus globale visant à insister sur la responsabilité de la société de gestion dans la conduite de diligences appropriées⁴⁵;
- que le critère 7 sur le « *contrôle d'une autorité qui assure la régulation de ces activités et auprès de laquelle cette entité est enregistrée* » continuait à poser un problème spécifique pour les fonds dont les sociétés de gestion sont localisées aux Etats-Unis. Ce critère limite en effet l'univers des fonds sous-jacents possibles. Il a été reconnu que la clause de « grand-père » décidée par l'AMF ne faisait que maintenir la situation en l'état mais qu'elle avait l'avantage de répondre à une situation d'urgence. L'idée d'une lettre de référence voire de notoriété sur les gérants du fonds sous-jacent qui serait donnée par le « *prime broker* » banquier a été évoquée afin de pallier cette difficulté spécifique du cas américain ;
- que le critère 7 posait aussi un problème pour les fonds enregistrés en Suisse (où les « *hedge funds* » sont fréquemment gérés par des entités non régulées) ;
- que les critères liés à la conservation des titres étaient les plus délicats à vérifier de manière exhaustive par les sociétés de gestion mais que, dans le même temps, ces critères étaient essentiels pour assurer la bonne sécurisation du système « *on-shore* » de multigestion alternative et la prévention du risque de fraude ;
- que la notation pouvait constituer un élément de confirmation de l'analyse réalisée par la société de gestion.

⁴⁴ Le 18 décembre 2006, prenant en compte les effets de la décision de la Cour d'appel fédérale du « *District* » de Columbia du 23 juin 2006, l'AMF a ainsi dû clarifier l'interprétation du critère imposant aux gérants des fonds d'investissement étrangers d'être soumis au contrôle d'une autorité qui assure la régulation de leurs activités et auprès de laquelle ils sont enregistrés. Elle a ainsi établi une clause dite de « grand-père » pour les fonds dont les gérants se sont « désenregistrés » de la SEC.

⁴⁵ Cf. l'article sur « La responsabilité des sociétés de gestion dans la détermination de l'éligibilité des actifs pour l'investissement par des OPCVM » dans la revue mensuelle de l'AMF n°35, avril 2007.

Une nouvelle approche réglementaire fondée sur des principes donnant un cadre de diligences aux sociétés de gestion serait d'ailleurs convergente avec celle préconisée par les Autorités européennes homologues de l'AMF et avec la recommandation du CESR sur l'éligibilité des indices de « *hedge funds* ».

Les inconvénients du caractère « binaire » ou « couperet » des critères *a priori* d'éligibilité des « *hedge funds* » sous-jacents ont conduit le Groupe de travail à recommander la transformation de ces critères en des principes plus généraux concernant certains points cruciaux du régime juridique, du fonctionnement et de l'organisation du « *hedge fund* » sous-jacent. La société de multigestion alternative devrait examiner le respect de ces principes avant tout investissement.

- Une approche fondée sur des principes est pertinente pour asseoir le cadre des diligences à effectuer par la société de multigestion alternative lors de la sélection des « *hedge funds* » sous-jacents

Cette approche fondée sur des principes consiste à s'assurer que le multigérant aura analysé les points clé relatifs au régime juridique, au fonctionnement et à l'organisation du « *hedge fund* » avant d'investir dans celui-ci. Son objectif est de minimiser les risques qu'ils soient juridiques, opérationnels ou de fraude, en vue de préserver les intérêts des investisseurs.

Ces principes seraient inscrits dans le RGAMF. Ils se substitueraient à l'actuelle rédaction des 13 critères. Ils pourraient se présenter de la manière suivante :

*« au titre des diligences qu'elle doit mener au moment de son investissement dans un « *hedge fund* » sous-jacent, la société de gestion devra s'assurer :*

- 1) de l'existence et de l'opposabilité permanente des droits attachés aux instruments dans lesquels l'actif de l'OPCVM est investi ;*
- 2) de la conservation distincte des actifs du fonds sous-jacent de celle des actifs propres du conservateur et du mandataire ;*
- 3) de la valorisation appropriée sur une base au moins mensuelle des parts ou actions détenues par l'OPCVM et de l'existence d'une obligation légale d'audit ou d'une certification légale au moins annuelle des comptes.*

Les fonds incorporés dans des pays ou territoires non coopératifs figurant sur la liste du GAFI sont exclus »

Le RGAMF renverrait donc à ces principes, ainsi qu'au programme d'activités de la société de multigestion alternative conçu comme un engagement formalisé de celle-ci vis-à-vis du régulateur sur la qualité de son expertise, de ses compétences et de ses moyens pour sélectionner et suivre ses fonds sous-jacents, sur la présence d'un système de contrôle des risques adapté et sur des modalités appropriées de commercialisation des parts du fonds de fonds alternatifs⁴⁶.

Toutefois, rien n'empêcherait, dans le cadre de l'application de ces principes, une société de gestion d'utiliser tout ou partie des 13 critères pour se conformer aux principes du RGAMF.

Pour clarifier et préciser ces principes insérés dans le RGAMF, deux options sont envisageables.

La première option consisterait à laisser à chaque société de gestion le soin de préciser par ses procédures comment elle entend respecter en pratique les principes énoncés par le RGAMF. Si cette option a l'avantage de laisser à chaque société de gestion une totale liberté dans ses diligences, elle peut aussi les mettre dans une situation délicate d'insécurité juridique concernant la conformité de leurs procédures aux principes du RGAMF.

⁴⁶ La section IV.1 du présent rapport précise ces engagements.

La seconde option consisterait à laisser aux associations représentatives de tous les acteurs concernés (sociétés de gestion mais aussi dépositaires) le soin de rédiger un code professionnel qui pourrait ensuite être approuvé par l'AMF et pourrait lui servir de base pour sanctionner les éventuels manquements. Cette option donnerait une place importante à l'autorégulation de la profession. Elle aurait le mérite de laisser à cette dernière l'opportunité d'élaborer, sur une base consensuelle, des standards qui, par construction, seraient cohérents avec la réalité du modèle économique de la Place. Elle présenterait toutefois l'inconvénient de n'offrir aucune certitude sur la perspective de concrétisation d'un tel code professionnel et sa probabilité d'approbation ultérieure par l'AMF.

Enfin, ces deux options pourraient utilement se fonder en partie sur les standards existants, notamment ceux de l'AIMA⁴⁷ ou de l'OICV⁴⁸, et en particulier ceux concernant les principes de valorisation des actifs illiquides ou complexes détenus par les « *hedge funds* ».

La consultation à laquelle le présent rapport donnera lieu devrait à cet égard donner des indications utiles sur le choix définitif à opérer.

Enfin, cette approche fondée sur des principes n'aura de bases solides que si elle repose sur des sociétés de gestion bien organisées capables de mener des diligences appropriées et de les justifier *a posteriori*.

Elle suppose également un basculement des modalités de contrôle du régulateur qui passeraient d'une application stricte de critères *a priori* d'éligibilité des fonds sous-jacents à un suivi et à un contrôle *a posteriori* de l'application de principes généraux par des sociétés de multigestion alternative qui engageraient leur responsabilité dans la conduite de leurs diligences⁴⁹. La partie IV du rapport revient plus en détail sur ces enjeux.

III.2. Conserver le principe d'une diversification minimale des fonds sous-jacents

- Aujourd'hui, la réglementation exige que les fonds français de fonds alternatifs investissent dans au moins 16 fonds sous-jacents

Conformément à la réglementation générale qui s'applique aux OPCVM⁵⁰, les OPCVM ARIA III doivent respecter la règle de division des risques applicable aux investissements dans des fonds (ratio dit des 5/10/40), ce qui implique qu'ils investissent dans au moins 16 fonds. La règle 5/10/40 indique que chaque composant ne peut pas représenter plus de 5% du portefeuille sauf 4 composants qui peuvent chacun représenter 10% dans la limite de 40% du portefeuille. Le nombre minimal de composants du portefeuille s'établit ainsi à 16 composants (4 composants pondérés à 10% et 12 composants pondérés à 5%) pour un portefeuille exposé intégralement à des fonds de gestion alternative.

Ce nombre de 16 fonds minimum doit être mis en perspective avec le nombre minimum de 3 fonds qui est envisagé dans le document de consultation publique de la FSA.

La règle 5/10/40 est en cours de modification : elle a vocation à devenir une règle dite du « 10/15/40 », ce qui impliquerait un nombre minimum de 9 fonds au sein des OPCVM.

⁴⁷ L'« *Alternative Investment Management Association* » ou « AIMA » est une association internationale présente dans 47 pays qui regroupe les professionnels de la gestion alternative.

⁴⁸ Cf. la section IV.2 du rapport.

⁴⁹ La contribution de M. Zariffa, membre du Groupe de travail, rend compte de cet enjeu (cf. annexe 8 du présent rapport).

⁵⁰ Article L. 214.4 du Code monétaire et financier et article 3 du décret 89-623.

- Les études des universitaires ou des chercheurs suggèrent qu'une diversification souhaitable des portefeuilles des fonds de fonds alternatifs nécessiterait un nombre minimal d'environ 10 fonds sous-jacents

Le Groupe de travail a attentivement étudié la question de la diversification minimale souhaitable des fonds de « *hedge funds* », en s'appuyant sur une étude menée par deux de ses membres⁵¹.

Les réflexions des universitaires et des chercheurs montrent que la diversification souhaitable des portefeuilles nécessiterait au minimum entre 5 à 10 composants. Toutefois, compte tenu des biais inhérents à ces travaux (biais du survivant des fonds présents dans les bases, non prise en compte des corrélations conjoncturelles et structurelles entre les performances des fonds), il convient de considérer que ce minimum est sous-estimé.

Le Groupe de travail est convenu que ces travaux permettent de donner un fondement statistique solide à la règle actuelle de diversification des risques des fonds français de fonds alternatifs, même s'il n'existe pas de « *chiffre magique* ». D'ailleurs certains membres du Groupe de travail ont une approche plus prudente que celle exigée par la réglementation française, puisqu'ils limitent à 8%, voire à beaucoup moins, du total des actifs de leurs fonds de fonds alternatifs, le montant d'actifs représenté par un seul « *hedge fund* », intégrant ainsi à côté des questions de corrélations, les impacts associés à la faillite possible d'un fonds sous-jacent.

Le Groupe de travail a surtout souligné la nécessité de prendre en compte les corrélations possibles des stratégies et des performances des différents fonds sous-jacents lorsque l'on étudie la question de la diversification des fonds de « *hedge funds* ». La question du niveau de diversification d'un portefeuille ou d'un fonds de « *hedge funds* » ne peut donc pas se résumer à l'édiction d'un nombre minimum de fonds.

Certains membres du Groupe ont par ailleurs indiqué que la diversification des risques financiers d'un fonds de « *hedge funds* » ne requiert pas nécessairement un très grand nombre de « *hedge funds* » sous-jacents. Une approche par « budget de risque » (contribution de chaque position au risque global du portefeuille) peut aussi être pertinente pour mesurer la concentration du portefeuille. La diversification des risques opérationnels doit quant à elle plutôt faire l'objet d'une approche « assurantielle » sur la base d'une répartition (le 5/10/40, par exemple).

La réglementation AMF offre par ailleurs la possibilité aux investisseurs et aux sociétés de gestion de recourir à d'autres types de fonds (fonds contractuels, fonds ARIA sans effet de levier par exemple) aux règles moins contraignantes du point de vue de la diversification des risques.

- Une diversification suffisante des fonds régulés de fonds alternatifs nécessite la présence minimale d'environ 10 fonds sous-jacents, ce qui correspond à la réalité des pratiques actuelles

Le Groupe de travail a donc conclu que la règle actuelle de diversification au sein des ARIA III constituait un élément de sécurisation du système en matière de risque, notamment au regard des enseignements que la Place a pu tirer de la défaillance du fonds Amaranth⁵².

Le Groupe de travail considère comme pertinente la diversification actuelle sur 16 fonds ou plus qui correspond aux usages de Place. Il recommande qu'en tout état de cause, le seuil minimal ne se situe pas à moins d'environ 10 fonds sous-jacents afin d'assurer une diversification appropriée des actifs des fonds de fonds alternatifs. Cette condition de diversification, qui repose sur des travaux scientifiques reconnus, pourra être utilement mentionnée dans les discussions internationales visant à élaborer des standards pour les produits de multigestion alternative destinés au grand public.

⁵¹ Cf. l'annexe 7 du présent rapport intitulée « *Hedge funds* » et diversification de portefeuille ».

⁵² Cf. la section II. 2 du rapport.

III.3. Autoriser dans certaines conditions les structures à trois niveaux pour les fonds français de fonds alternatifs et leur permettre d'investir dans des instruments financiers à terme sur «*hedge funds*» sous réserve du respect de certaines conditions

- Etat actuel de la réglementation en matière de cascade de fonds et enjeux d'une autorisation de ce schéma

A l'heure actuelle, les cascades de fonds (fonds de fonds de fonds) sont interdites en France. Le Groupe de travail a souhaité examiner les apports possibles des cascades de fonds afin de permettre aux fonds de fonds alternatifs d'investir dans d'autres ARIA III, ou dans des ARIA I de fonds alternatifs. Cela permettrait d'offrir aux investisseurs individuels des fonds de fonds de fonds alternatifs.

Ainsi, il pourrait être permis à un multigérant alternatif qui disposerait de compétences dans un domaine mais non sur des stratégies spécifiques de compléter son allocation en investissant une partie de ses actifs dans un autre ARIA III, géré par une société tierce de gestion française, de manière à élargir le périmètre d'investissement des multigérants.

- Recommandation du Groupe de travail : une autorisation des fonds de fonds de fonds alternatifs sous réserve du respect de certaines conditions

La réglementation n'autorise pas les fonds de fonds de fonds pour des raisons d'empilement des frais.

Par ailleurs, en multipliant le nombre des gérants, le partage de la responsabilité reposant sur chacun d'eux deviendrait malaisé à déterminer pour l'investisseur et le régulateur. Concernant ce dernier enjeu, il a été convenu que l'investissement de l'ARIA III ne pourrait se faire que dans des ARIA III ou des ARIA I de fonds alternatifs (dont la société de gestion est toujours soumise au contrôle de l'AMF) ou dans des fonds de droit étranger autorisés à la commercialisation en France (dont la société de gestion est connue de l'AMF) : l'AMF serait ainsi en mesure de déterminer les responsabilités respectives des différents acteurs concernés au sein de la structure.

Le Groupe de travail recommande que des structures de fonds de fonds de fonds alternatifs puissent être autorisées mais sous réserve :

- d'une transparence totale des frais. L'inclusion des frais des ARIA III ou ARIA I de fonds alternatifs sous-jacents dans les frais de gestion de l'ARIA III de tête devrait être prévue ;
- que les rétrocessions éventuelles de fonds entre le fonds tête et les fonds sous-jacents demeurent acquises au fonds de tête ;
- que les fonds de fonds sous-jacents soient des fonds agréés par l'AMF ou autorisés à la commercialisation en France.

- Etat actuel de la réglementation en matière d'investissement des ARIA III dans des produits dérivés sur «*hedge funds*»

Le Groupe de travail a aussi examiné la possibilité qui pourrait être offerte aux ARIA III d'investir dans des « *hedge funds* » non seulement en direct, mais aussi au travers d'instruments financiers intégrant des produits dérivés, alors que la doctrine actuelle de l'AMF ne l'autorise que dès lors que de tels instruments financiers n'ont pas de composante optionnelle.

L'objectif de cette ouverture, qui serait offerte aux ARIA III, serait de leur permettre de prendre des positions optionnelles sur des « *hedge funds* », ce que certains membres du Groupe de travail ont estimé pouvoir être un outil de gestion utile dans certaines circonstances.

Jusqu'à maintenant, l'AMF n'a pas ouvert cette possibilité pour deux raisons principales :

- d'une part, la fiabilité de la valorisation de ces produits dérivés à composante optionnelle voire la possibilité de valorisation, n'est pas encore totalement établie dans un contexte où les fonds ARIA III peuvent offrir à leurs investisseurs une liquidité sur une base hebdomadaire ;
- d'autre part, les effets de levier de ces produits dérivés à composante optionnelle peuvent avoir des conséquences très importantes sur le profil de risque de l'ARIA III.

- Recommandation du Groupe de travail : une ouverture sous la responsabilité de la société de gestion

La majorité du Groupe de travail se montre favorable à l'utilisation de produits dérivés à composante optionnelle sous réserve :

- d'une part, que la société de gestion puisse démontrer au régulateur qu'elle est en mesure, sur une base permanente, de les valoriser d'une manière précise et indépendante ;
- et d'autre part, qu'elle indique dans son prospectus les implications de l'utilisation de ce type de produits dérivés sur le profil de risque de son OPCVM, notamment lorsque ces produits ont un effet de levier important.

III.4. Assurer une transparence des frais conforme à celle exigée pour les fonds de fonds classiques

Le Groupe de travail a évoqué les questions de la transparence des frais sur les fonds sous-jacents, de la rémunération du « *prime broker* » et de l'impact sur la partie B du prospectus complet du fonds ARIA III.

Les membres du Groupe de travail ont estimé que la transparence des frais devait essentiellement s'appliquer au niveau du gérant du fonds de « *hedge funds* ». Ils ont considéré que la transparence sur le détail des frais supportés par tous les fonds sous-jacents n'est ni pertinente, ni réaliste d'un point de vue opérationnel. Il n'est pas approprié d'aller au delà de ce qu'exige la réglementation française : la réglementation applicable pour les fonds de fonds non alternatifs s'avère également pertinente pour les fonds français de fonds alternatifs.

Même si une information précise sur les frais des fonds sous-jacents serait souhaitable, le caractère irréaliste de son calcul *a priori* a amené les membres du Groupe de travail à privilégier la fourniture à l'investisseur d'une information plus globale où tous les types de frais du « *hedge fund* » sous-jacent seraient clairement mentionnés. Les frais passés/historiques pouvant être calculés avec précision, ils devraient être précisément indiqués à l'investisseur final.

En matière d'information donnée *a posteriori* sur les frais réellement supportés par l'investisseur, la difficulté à calculer des TFE⁵³ (« Total des Frais sur Encours ») exacts a aussi été évoquée par certains membres du Groupe de travail, notamment pour les cas de fonds sous-jacents dont les dates d'arrêtés des comptes peuvent être différentes.

⁵³ TFE : cet indicateur rend compte des frais de gestion et des autres dépenses de fonctionnement du fonds.

Les membres du Groupe de travail ont rappelé l'exigence de la communication d'une information claire, compréhensible et agrégée à l'investisseur final (notamment en intégrant les commissions de mouvement). L'investisseur doit avoir connaissance du coût de sélection et de suivi des fonds sous-jacents.

Le Groupe de travail considère que la réglementation française sur les frais applicable aux fonds de fonds classiques est pertinente pour les fonds français de fonds alternatifs. Le TFE synthétique doit donner une indication précise et non trompeuse des frais supportés par l'investisseur final. L'investisseur doit avoir connaissance du coût de sélection et de suivi des fonds sous-jacents par le multigérant alternatif, ainsi qu'une idée globale des frais supportés sur l'ensemble des fonds sous-jacents.

III.5. Mieux communiquer sur les caractéristiques des fonds français de fonds alternatifs

- Les difficultés liées à la classification de l'AMF des fonds français de fonds alternatifs

Certains membres du Groupe de travail, rejoignant en cela plusieurs contributions reçues à l'occasion de la consultation, ont fait part des difficultés rencontrées en raison de la dénomination de fonds de fonds alternatifs sous le vocable d'ARIA III, compris à l'intérieur de la classification AMF globale intitulée « OPCVM de fonds alternatifs ».

Cette catégorie ARIA III, en amalgamant des OPCVM aux caractéristiques très différentes, accrédi terait l'idée auprès des investisseurs que la gestion alternative, et *a fortiori* la multigestion alternative, constituerait une classe d'actifs en tant que telle, ce qui ne correspondrait pas à la réalité de ce véhicule d'investissement.

Par ailleurs, il a été relevé que cette classification comparée avec celle appliquée à la gestion plus classique pourrait contribuer à entretenir une confusion dommageable pour les sociétés de gestion auprès des agences de notation qui diffusent des classements et des notations dites « étoilées », voire auprès de certains investisseurs institutionnels que le terme « alternatif » pourrait inquiéter.

Les membres du Groupe de travail ont aussi relevé que l'un des problèmes de la classification AMF provient de l'obligation des fonds d'être classés sous le vocable « OPCVM de fonds alternatifs » et d'être considérés comme relevant de l'univers des « *hedge funds* » dès lors qu'ils sont exposés à plus de 10% de leurs actifs en fonds alternatifs.

Le Groupe de travail s'est interrogé sur la pertinence du seuil de 10 % d'exposition aux fonds alternatifs notamment au regard des OPCVM dits « hybrides » dont le portefeuille est investi ou exposé majoritairement à des instruments de gestion classique (« *long only* ») et comprend une composante de gestion alternative supérieure au seuil de 10 % mais restant toutefois minoritaire par rapport à la composition globale du portefeuille. L'application du seuil de 10 % fait automatiquement basculer ces OPCVM dans la classification réglementaire « OPCVM de fonds alternatifs » ce qui peut ne pas refléter le caractère minoritaire de leur exposition aux produits de gestion alternative en particulier vis-à-vis des investisseurs.

Le Groupe de travail n'a cependant pas souhaité recommander à ce stade une modification de la classification AMF. Il a toutefois estimé qu'une meilleure perception de la réalité de la gestion alternative par les agences de notation serait souhaitable. Il reconnaît que des efforts communs impliquant le régulateur et les sociétés de gestion devraient être entrepris auprès des agences de notation et des investisseurs – individuels et institutionnels – afin d'améliorer l'information transmise sur les caractéristiques des produits de multigestion alternative, les politiques d'investissement et les profils de risque des fonds français de fonds alternatifs.

Il a reconnu que toute classification emporte des facteurs de rigidité, potentiellement en contradiction avec la flexibilité inhérente à la gestion alternative. Aucune classification n'est en mesure de rendre compte de la diversité des stratégies d'investissement, des profils de risque des fonds alternatifs. Tout choix de catégories ou de classification entraîne des problèmes d'homogénéité, que ce choix soit d'ordre réglementaire ou qu'il émane des agences de notation. Ainsi, ce problème de classification se pose tout autant, voire avec davantage d'acuité, pour les OPCVM classés « OPCVM diversifiés ».

Le coût élevé pour les sociétés de gestion et pour l'AMF de toute modification des classifications des OPCVM a aussi été pris en considération. Or, les coûts induits n'étaient pas contrebalancés d'une manière évidente par le bénéfice des modifications.

- Les voies possibles d'amélioration en matière de communication et d'information sur les fonds français de fonds alternatifs

Le Groupe de travail a tout particulièrement insisté sur la qualité nécessaire des outils de communication utilisés par les distributeurs de fonds d'investissement. Ces derniers ont la lourde responsabilité d'informer les investisseurs d'une manière « claire, loyale et non trompeuse » sur la nature des produits, les classes d'actifs et surtout les stratégies d'investissement dans lesquelles ils souscrivent.

Les sociétés de gestion ont l'obligation d'établir un prospectus complet qui « donne les renseignements essentiels et nécessaires à la décision de l'investisseur [qui doit être] rédigé de façon à pouvoir être compris facilement [...] et donne une information transparente, complète, claire permettant à l'investisseur de prendre une décision sur son investissement en toute connaissance de cause ». Or, ce prospectus est couramment complété par des documents commerciaux et des programmes de commercialisation (clientèle visée, formation des commerciaux, etc.) qui appellent fréquemment l'attention des services de l'AMF. Les informations délivrées dans les documents réglementaires ou commerciaux sont en effet souvent très semblables d'un OPCVM à l'autre, sans prise en considération des caractéristiques intrinsèques des fonds vendus.

Par ailleurs, ces programmes de commercialisation ne permettent pas toujours aux services de l'AMF d'évaluer la qualité de l'information réellement diffusée aux investisseurs, tout comme le niveau de formation et de qualification des personnes en charge de commercialiser les fonds de fonds alternatifs.

Dans le prolongement de ces préoccupations, certains membres du Groupe de travail ont noté que les indicateurs d'appréciation des profils de risques des fonds alternatifs que sont par exemple la volatilité ou le ratio de Sharpe ne sont pas toujours pertinents pour apprécier les risques spécifiques de ces fonds alors qu'ils sont les plus habituellement utilisés par les promoteurs des fonds de fonds alternatifs. Or, ces indicateurs ne permettent pas de rendre compte des stratégies d'investissement et des risques atypiques des « *hedge funds* » et des fonds de « *hedge funds* ».

Deux voies sont recommandées pour améliorer la qualité de l'information donnée au public sur les caractéristiques des fonds de fonds alternatifs français: la première concerne l'information donnée sur la politique d'investissement et la seconde est relative au profil rendement/risque de ces fonds.

S'agissant de la politique d'investissement, la rédaction de la majorité des prospectus ne permet pas aujourd'hui de différencier la stratégie dominante et le profil rendement/risque des OPCVM de fonds alternatifs par rapport aux autres fonds de la même catégorie.

S'agissant du profil rendement/risque des fonds français de fonds alternatifs, les sociétés de gestion devraient remplacer ou compléter les indicateurs utilisés habituellement par des informations plus adaptées aux stratégies mises en œuvre par les « *hedge funds* » sélectionnés par la société de gestion. Il semblerait notamment indispensable de souligner les risques impliqués par des investissements dans des fonds sous-jacents faiblement liquides dont la contrepartie est l'affichage dans le prospectus d'objectifs de performance élevés.

Le Groupe de travail recommande que les prospectus retracent plus clairement la nature des indicateurs de risque utilisés et le profil rendement/risque.

III.6. Maintenir le seuil d'accès actuel aux fonds français de fonds alternatifs, tout en assurant des conditions de commercialisation appropriées

Le Groupe de travail a examiné l'opportunité de modifier le seuil d'accès des fonds français de fonds alternatifs auprès du grand public. Il a pris en considération la diversité des seuils dans les pays européens⁵⁴.

Partant de l'idée que les produits de multigestion alternative pouvaient avoir un intérêt réel comme élément de diversification d'un portefeuille financier⁵⁵, il a recherché quel serait le meilleur critère pour permettre l'accès à ce type de produit à une clientèle particulière. On pourrait penser à un ratio rapportant le montant de l'investissement dans un fonds français de fonds alternatifs au montant du patrimoine financier considéré. Mais au-delà du caractère contestable qu'impliquerait ce choix, la mise en place et surtout le contrôle du respect par les distributeurs d'un tel ratio sont apparus trop délicats pour que l'établissement d'un tel ratio puisse donner lieu à une recommandation.

Le Groupe de travail, tout comme la majorité des contributions reçues lors de la consultation, ont adopté une approche prudente concernant la distribution au grand public des fonds français de fonds alternatifs. Il a considéré qu'il ne fallait ni inciter, ni décourager la vente de ce type de produits à une clientèle particulière peu avertie.

Il est convenu que la prévention de toute vente abusive de ce type de produit nécessite que le distributeur mène des diligences adaptées lors de la fourniture de sa prestation de conseil. Pour les fonds français de fonds alternatifs, le caractère approprié de ces diligences relève du test dit « d'adéquation »⁵⁶ de la directive MIF.

Considérant que le seuil de 10 000 euros n'avait pas empêché la multigestion alternative de se développer et n'avait suscité aucune demande de modification, que ce soit de la part des sociétés de gestion ou des investisseurs, le Groupe de travail a recommandé de conserver ce seuil pour les fonds français de fonds alternatifs.

Après une analyse comparative des situations prévalant au sein des pays de l'Union européenne, la très grande majorité du Groupe de travail recommande de conserver le seuil d'accès de 10 000 euros pour les fonds français de fonds alternatifs. Le Groupe souligne aussi l'importance de la mise en œuvre de diligences appropriées de la part du commercialisateur afin de prévenir tout risque de ventes inadaptées ou abusives auprès d'une clientèle particulière non avertie.

⁵⁴ Cf. annexe 4 du présent rapport.

⁵⁵ Cf. l'annexe 6 du présent rapport intitulée « Un état des lieux des fonds ARIA ».

⁵⁶ Dans la Directive n° 2004/39 concernant les Marchés d'Instruments Financiers (« MIF »), pour le test d'« adéquation » (caractère adéquat des services d'investissement) ou de « *suitability* », le prestataire s'assure que le service répond aux objectifs d'investissement du client, que ce dernier est capable de supporter les risques liés à la transaction, qu'il a la connaissance et l'expérience suffisantes.

III.7. La délégation

Les dispositions aujourd'hui applicables à la multigestion alternative⁵⁷ prévoient qu'une société de gestion peut s'appuyer sur des compétences extérieures pour la sélection des fonds sous-jacents, le suivi des investissements et la valorisation du portefeuille dans le cadre d'une délégation de gestion formelle qui fait l'objet d'un examen spécifique par le régulateur.

La société proposant un tel schéma doit démontrer, outre les moyens du délégataire, l'existence d'un contrôle du délégant sur la prestation de gestion assurée par le délégataire. Ce contrôle implique d'une part l'existence de moyens humains, techniques et de procédures précises de « reporting » et d'alerte, d'autre part, l'existence d'un contrôle du délégant sur le délégataire.

Cette délégation ne peut être autorisée que si le délégataire est une société de gestion (française ou étrangère) du groupe auquel appartient le délégant ou qu'il est une société de gestion française hors groupe mais qui dispose d'un programme d'activité spécifique à la multigestion alternative. En effet, la COB puis l'AMF ont considéré que la société délégante serait difficilement en mesure d'imposer à une société étrangère hors groupe les obligations de moyens et principes définis dans le recueil de bonnes pratiques.

Dans ce cadre, les sociétés de gestion souhaitant déléguer l'activité de multigestion alternative doivent transmettre un programme d'activité spécifique, centré sur les compétences, les moyens et les procédures relatives au contrôle de la délégation, sur les modalités d'information des investisseurs et de commercialisation, ainsi que sur les conditions du « reporting » du délégataire.

Le Groupe de travail estime qu'il est prématuré pour lui de se prononcer sur ce régime alors que le problème de la délégation pour l'ensemble de la gestion (collective et individuelle) est en cours d'examen par l'AMF. L'adaptation éventuelle à la multigestion alternative de nouvelles dispositions en ce domaine devrait être, le cas échéant, entreprise à la suite de ces travaux.

Le Groupe de travail considère que l'évolution du cadre de la délégation applicable à la multigestion alternative pourra être, le cas échéant, envisagée à l'issue des travaux de l'AMF sur la délégation de gestion d'OPCVM et de mandats et à la lumière des nouvelles orientations qui pourraient en résulter.

* * *
*

La partie IV du rapport du Groupe de travail aborde la question de l'adéquation des moyens, de l'organisation et des procédures de contrôle de la société de gestion avec la nature particulière de la stratégie de multigestion alternative mise en œuvre.

* * *
*

⁵⁷ Cf. le relevé de décisions de la COB d'avril 2003.

IV. Un métier structuré par des sociétés de gestion bien organisées et bien contrôlées conduisant des « *due diligence* » appropriées

D'ores et déjà, la réglementation impose que les sociétés de gestion qui conduisent une activité de multigestion alternative disposent des moyens, d'une organisation et des procédures de contrôle en adéquation avec l'activité spécifique qu'elles mènent.

Les sociétés de gestion doivent démontrer la robustesse de leur organisation dans le cadre de leur demande d'agrément du programme d'activité spécifique pour la multigestion alternative qui est soumise à l'approbation du Collège de l'AMF.

Ces programmes d'activité de multigestion alternative fournissent un cadre solide pour l'approche réglementaire fondée sur des principes telle qu'elle est recommandée dans la partie III du rapport. Il conviendra sans doute d'en expliciter certains points afin d'assurer aux investisseurs la mise en place d'un cadre approprié pour la conduite des diligences des sociétés de gestion.

IV.1. Capitaliser sur l'apport des programmes d'activité de multigestion alternative approuvés par l'AMF

- Les programmes d'activité soumis par les sociétés de gestion et approuvés par l'AMF : un choix essentiel de régulation sur lequel la Place peut capitaliser

Depuis 2003, l'agrément des sociétés de gestion souhaitant développer une activité de multigestion alternative est soumis à l'établissement d'un programme d'activité spécifique décrivant les moyens mis en œuvre par la société de gestion souhaitant mener cette activité.

Ce programme d'activité est soumis à l'agrément préalable de l'AMF et ce dès le 1^{er} euro investi dans un fonds de droit étranger non coordonné.

La société de gestion démontre ainsi qu'elle a l'expertise et les compétences nécessaires pour mener à bien son activité de multigestion alternative et qu'elle possède des procédures formalisées de sélection et de suivi des investissements.

Le relevé de décisions d'avril 2003 sur la régulation de la multigestion alternative avait décliné ce principe en cinq grands thèmes :

- *« l'expertise et l'expérience acquises pour ce type de gestion (pour l'allocation stratégique, la sélection des fonds, la maîtrise des gestions sous-jacentes), notamment au travers de la constitution de l'équipe de gestion ;*
- *les procédures de sélection et de suivi des investissements. En effet, la sélection doit reposer sur l'application d'une série de critères quantitatifs et qualitatifs à des fonds cibles, de façon à établir une liste des fonds éligibles. A partir de cet univers d'investissement possible, sont déterminés les investissements effectifs qui doivent faire l'objet d'un suivi permanent (contacts périodiques, visites ...) ;*
- *l'instauration d'une organisation de contrôle des risques spécifique et définie permettant le suivi des risques de marché du portefeuille global (suivi des concentrations de positions, de l'effet de levier en terme de sensibilité du portefeuille, l'existence d'un indicateur de risque de perte (maximale, mensuelle ...), de « stress scénario »), des risques spécifiques, risques de liquidité et risques juridiques ;*
- *l'existence de moyens techniques (bases de données) adaptés au suivi des fonds et de leur performance ;*

- les modalités de commercialisation retenues, en particulier pour prévenir le risque de commercialisation abusive ou trompeuse ».

Dans le même temps, cette approche n'a jamais eu pour objet de valider la pertinence de telle ou telle stratégie de gestion ou de sélection de fonds d'investissement associée à cette catégorie de fonds.

Elle permet au régulateur d'évaluer la manière dont la société de gestion entend démontrer *a priori* qu'elle identifie et maîtrise les risques liés à ce type de gestion.

Ces programmes d'activité constituent donc un outil très utile pour s'assurer que les sociétés de gestion sont en mesure de conduire leur activité de multigestion alternative dans des conditions satisfaisantes. Ils pourraient d'ailleurs constituer une référence pertinente pour l'élaboration d'un cadre européen de la multigestion alternative.

- Un régulateur s'appuyant sur la capacité des sociétés de gestion à mener leurs diligences avec des moyens, une organisation et des procédures de contrôles adaptés et conformes à leur programme d'activité spécifique

Depuis mai 2004, le nombre de programmes d'activité de multigestion alternative agréés par l'AMF a progressé très régulièrement. Il ne semble donc pas que l'exigence réglementaire d'un programme d'activité agréé ait constitué une « barrière à l'entrée » pour les sociétés de gestion voulant exercer cette activité spécifique de gestion.

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|--|------|------------------|------|------|
| Nombre d'agréments délivrés par l'AMF (cumulés) | 11 | 60 ⁵⁸ | 67 | 73 |

Source : AMF

En pratique, le Collège de l'AMF a estimé que les sociétés de gestion soumettant un programme d'activité spécifique étaient en mesure de prouver qu'elles rempliraient en permanence les cinq conditions évoquées précédemment et qu'elles seraient capables de le justifier à tout moment auprès du régulateur lors de contrôles sur place et sur pièces.

Ces programmes d'activité ont constitué une formalisation des engagements pris par les sociétés de gestion souhaitant mener une activité de multigestion alternative. Ils ont ainsi été un outil utile pour les contrôles *a posteriori* menés par le régulateur. Ils n'ont pas constitué une « barrière à l'entrée » du marché français de la multigestion alternative qui aurait évincé certains acteurs sur la base de critères posés *a priori* comme l'importance des moyens ou les encours sous gestion. Le dialogue constructif qui s'est instauré entre les services de l'AMF et les sociétés de gestion, notamment entrepreneuriales, préparant leur dossier de programme d'activité explique sans doute cette situation.

Il reste à définir sans doute plus précisément comment ces programmes d'activité peuvent fournir un cadre encore plus solide aux diligences minimales que l'AMF attend de la société de gestion lorsqu'elle sélectionne un « *hedge fund* » sous-jacent.

⁵⁸ Ce chiffre résulte de l'approbation par le Collège de l'AMF des dossiers des sociétés de gestion qui menaient auparavant une activité de multigestion alternative et qui ont obtenu leur agrément de la part du Collège en 2004.

En préalable, le périmètre de ces diligences minimales doit être précisé. Il existe un consensus au sein du Groupe de travail pour considérer que les autres diligences relèvent de la liberté d'organisation de la société de gestion.

IV.2. Définir un cadre solide pour des « due diligence » appropriées conduites par les sociétés de multigestion alternative

- L'enjeu crucial des « due diligence » conduites par le multigérant alternatif

Les diligences requises (ou « due diligence ») peuvent être définies comme l'examen exhaustif et l'analyse approfondie réalisés par la société de gestion sur les caractéristiques fondamentales d'un fonds alternatif (structure juridique du fonds, qualité de son organisation, analyse des stratégies mises en œuvre) en préalable à toute décision d'investissement dans ce fonds et pendant toute la durée de l'investissement dans ce même fonds.

Elles ont pour objet d'apprécier l'ensemble des risques liés à un investissement dans ce type de fonds alternatif : risque de fraude, risque opérationnel, risque de marché, etc.

En effet, les fonds alternatifs diffèrent des fonds classiques de deux manières :

- d'une part, comme mentionné ci-dessus, ils mettent en œuvre de stratégies ayant un profil rendement/risque atypique, avec fréquemment un risque accru de pertes extrêmes ;
- d'autre part, leur structuration dans un cadre souvent peu régulé majore le risque opérationnel et de fraude.

La réglementation « on-shore » de la multigestion alternative doit porter une vigilance particulière sur la prévention des risques de type extrême (risque de fraude ou risque opérationnel notamment). En effet, l'investisseur final peut comprendre qu'il doit supporter des pertes liées à des choix financiers malheureux de la part du « hedge fund ». Dans le même temps, il souhaite que le cadre de régulation « on-shore » des produits de multigestion alternative lui offre des éléments de sécurité concernant l'intégrité et la robustesse de l'organisation du fonds sous-jacent dans lequel il a investi par l'intermédiaire d'un professionnel dont l'expertise a été reconnue par le régulateur.

L'objet des « due diligence » est donc d'apprécier tous les risques liés à l'investissement dans des fonds de gestion alternative. Tous les membres du Groupe de travail ont mentionné que les « due diligence » constituaient une étape essentielle du processus d'investissement dans un « hedge fund ». Elle ne doit jamais être négligée, ni considérée comme une contrainte administrative superflue ou inutile.

Les membres du Groupe de travail ont aussi indiqué que des « due diligence » minutieuses nécessitent d'importants moyens et notamment la mise en œuvre de contrôles sur place, selon une fréquence adaptée, sur le « hedge fund » sous-jacent et sur le gérant effectif (« investment manager » ou « investment adviser » selon les cas).

- Les initiatives de certaines associations professionnelles (AIMA) et les réflexions des régulateurs homologues de l'AMF (comme la FSA ou la SFC⁵⁹) soulignent l'importance des « due diligence » à conduire par le multigérant alternatif

L'importance des « due diligence » appropriées au moment de la sélection du fonds sous-jacent fait l'objet d'un consensus croissant au sein des régulateurs de l'OICV, comme par exemple la FSA britannique ou la SFC de Hong Kong.

⁵⁹ La « Securities and Futures Commission » de Hong Kong.

Ainsi, lors de l'audition d'un représentant de la FSA par le Groupe de travail, il a été indiqué que la FSA mettait plus particulièrement l'accent, pour sécuriser son système de régulation, sur les « *due diligence* » du multigérant concernant :

- la « diversification prudente des risques » ;
- la solidité des procédures d'évaluation des « *hedge funds* » sous-jacents ;
- la capacité du gérant du fonds de fonds à honorer les demandes de rachats ;
- la capacité du gérant du fonds de fonds à effectuer un jugement approfondi sur la présence et l'utilisation de « poches » (« *side pockets* »⁶⁰) ;
- la capacité du fonds de fonds alternatifs à calculer correctement sa valeur liquidative.

Une association professionnelle reconnue parmi les professionnels de « *hedge funds* », l'AIMA, a de son côté publié en 2005 un recueil de bonnes pratiques intitulé « *Series of generic and illustrative due diligence questionnaires for the selection of managers and service providers* ».

Par ailleurs, l'un des membres du Groupe de travail, représentant d'une agence de notation qui mène une activité de notation des processus d'investissement des sociétés de multigestion alternative, a présenté au Groupe de travail le cadre des diligences qu'elle évalue comme des éléments positifs en ce qui concerne la sélection des fonds sous-jacents, la construction des portefeuilles, le système de « *risk management* », de gestion de la contrainte de liquidité, de la valorisation et du « *reporting* » sur les « *hedge funds* » sous-jacents.

Parmi ces bonnes pratiques concernant le cadre formel des diligences du multigérant, sont mis en avant :

- l'importance de la matérialité des éléments fournis par le « *hedge fund* » sous-jacent ;
- la formalisation d'une opinion par toutes les différentes parties prenantes à la décision d'investissement au sein de la société de gestion du fonds de fonds, notamment sur :
 - les risques juridico-administratifs ;
 - les risques « gérant » ;
 - les risques liés à la stratégie d'investissement (niveau de risque, sensibilités, style « *drift* », instabilité passée du profil de risque, asymétrie du risque) ;
- l'indépendance des personnes en charge des « *due diligence* » opérationnelles et juridico-administratives qui ne doivent pas avoir de fonction de gérant ;
- la documentation et l'archivage systématique des opinions selon des formes diverses (score, « *rating* », opinion « littéraire ») ;
- la claire identification des critères d'évaluation, qui doivent être appliqués de manière systématique et être contrôlables ;
- la collégialité de la décision finale d'éligibilité au sein d'un comité minuté où des droits de veto peuvent exister ;
- au-delà d'une simple décision d'éligibilité, l'opinion issue de la « *due diligence* » doit aussi être reliée aux problématiques de suivi et de construction de portefeuille. Un sous-jacent jugé « risqué » doit faire l'objet d'un suivi plus fréquent et plus poussé. Le dimensionnement en

⁶⁰ Il s'agit de la possibilité pour les gérants d'isoler certaines opérations à durée de dénouement longue pour que les rachats de ses investisseurs ne portent pas sur cette poche qui sera liquidée au moment opportun indépendamment des souscriptions et rachats sur le fonds. Cette pratique permet de lever, pour les nouveaux investisseurs, les incertitudes associées à des investissements devenus incertains et/ou illiquides.

portefeuille (taille des investissements) doit refléter ces considérations en complément d'une analyse en risque plus traditionnelle ;

- le suivi des alertes lors de la phase de post-investissement, s'agissant notamment d'un retard dans la communication d'un changement de gérant.

D'une manière très convergente, les régulateurs, les associations professionnelles ou les agences de notation spécialisées dans la notation des multigérants alternatifs, soulignent donc l'importance des « *due diligence* » menées par le multigérant.

Pour définir la substance de ces « *due diligence* » dans le domaine de la multigestion alternative, il revient dès lors de déterminer le champ qui relève de la réglementation, fondée sur des principes, et celui qui relève plutôt de la liberté d'organisation de la société de gestion.

- Elaborer un cadre réglementaire assurant une prévention des risques opérationnels et de fraude au sein des « *hedge funds* » sous-jacents

Le risque de défaillance des « *hedge funds* » constitue l'un de ces risques spécifiques. Une étude récente⁶¹ a précisément quantifié la fréquence des défaillances des « *hedge funds* ». Ainsi, sur la période couvrant les dix dernières années et malgré la multiplication du nombre de fonds par plus de 7, le nombre de faillites⁶² ramené au nombre de fonds en opération est resté constant avec un taux proche de 0,3 %, soit 3 fonds sur 1 000 par an.

Mais dans la majorité des cas, des comportements frauduleux et/ou la survenance de risques opérationnels sont en cause, qu'une surveillance accrue, une séparation des actifs et des responsabilités opérationnelles au sein du « *hedge fund* » sous-jacent auraient pu repérer ou entraver. Ainsi, au Royaume-Uni, la FSA estime que les « *hedge funds* » qui disparaissent chaque année sont majoritairement victimes de la matérialisation d'un risque opérationnel (fraude et/ou inadéquation des ressources et de la structure) et, pour seulement 40 %, de l'occurrence d'un risque d'investissement (risque de marché et/ou de gestion)⁶³. Une autre étude de 2003⁶⁴ indiquait que 50% des défaillances de « *hedge funds* » résultaient de l'occurrence de risques opérationnels, dont une partie était liée à la survenance de fraude ou de mauvaise valorisation des actifs illiquides ou complexes détenus par le « *hedge fund* ».

Les déboires des fonds Bayou Capital et Amaranth illustrent la pertinence de cette distinction entre des événements liés à l'occurrence de risques extrêmes de type de fraude ou survenance d'un risque opérationnel et l'occurrence de risques de marché liés à des stratégies d'investissement malheureuses.

Le fonds Bayou Capital - qui illustre le risque de fraude - avait par exemple manipulé les prix d'obligations illiquides, avec l'aide de sa propre société de courtage. Plus de 500 millions de dollars ont été perçus indûment auprès des investisseurs du fonds Bayou. Le fonds Amaranth - qui illustre les risques de marché et d'illiquidité - a quant à lui perdu plus de 6 milliards de dollars pour avoir mal investi sur les écarts de rendements des contrats à terme dans le secteur de l'énergie⁶⁵.

Ces deux types de risques appellent des réponses du régulateur.

Pour gérer d'une manière appropriée le risque de fraude, la réglementation doit s'assurer que les points cruciaux permettant de le prévenir seront bien abordés par le multigérant alternatif lors du processus de sélection et de suivi du fonds sous-jacent. C'est tout l'enjeu de l'approche par les

⁶¹ Edhec - « *Quantification of hedge fund Default Risk* », Edhec Risk and Asset Management Research Centre - janvier 2007.

⁶² Faillites par opposition à la fermeture de fonds proprement dite.

⁶³ Chiffre cité par Patrick Stevenson de Atlas Capital Limited, dans le Revue de Stabilité Financière de la Banque de France (avril 2007) consacrée aux « *hedge funds* ». Cf. l'article « Fonds de « *hedge funds* » : origine, rôle et perspectives ».

⁶⁴ Capco - « *Understanding and mitigating operational risk in hedge fund investing* », A Capco White Paper by Stuart Feffer and Christopher Kundro, The Capital Markets Company, March 2003.

⁶⁵ Cf. encadré n°2 du rapport.

principes mentionnée dans la partie III.1. du rapport visant à assurer que le fonds de « *hedge funds* » détient des droits propres et opposables sur les actifs du « *hedge fund* » sous-jacent.

Quant à la prise du risque de marché, elle relève de la liberté de décision et d'organisation du multigérant alternatif dans un cadre défini par son programme d'activité soumis à l'approbation de l'AMF qui en contrôle l'application sur une base permanente.

- L'approche réglementaire fondée sur des principes reposant sur la définition de lignes directrices pour la conduite de « due diligence » appropriées implique que la société de gestion puisse justifier a posteriori ses décisions d'investissement

La réglementation n'a pas à être prescriptive dans l'organisation, les moyens et les procédures à mettre en place par la société de gestion menant une activité de multigestion alternative.

Toutefois, elle doit définir un cadre permettant d'assurer que des « *due diligence* » appropriées ont été menées. Ce cadre est celui établi par la société de gestion lorsqu'elle soumet son programme d'activité à l'approbation de l'AMF. Mais il doit être plus explicitement rappelé dans le contexte nouveau proposé par le Groupe de travail. Des membres du Groupe ont souligné qu'il existait d'ores et déjà au sein de leur société de gestion des dispositions de ce type.

Dans une approche réglementaire fondée sur des principes, la conduite de « *due diligence* » appropriées par la société de gestion implique :

- que celle-ci dispose **d'une procédure formalisée et traçable de sélection des « *hedge funds* »**, s'appuyant sur une analyse qualitative et quantitative de leurs caractéristiques et lui permettant d'apprécier les risques juridiques et opérationnels liés à ces sous-jacents et aux entités qui interviennent dans leur fonctionnement (gestion financière, dépositaire, auditeur, teneur de registre) ainsi que les risques liés aux stratégies d'investissement qu'ils mettent en œuvre et aux instruments financiers utilisés ;
- que la mise en œuvre de cette procédure s'appuie sur des **moyens humains et techniques** adaptés lui permettant d'appréhender les risques mentionnés précédemment **dans un cadre de décision collégiale**. La société de gestion dispose ainsi d'une procédure formalisée et traçable des investissements réalisés, lui permettant :
 - d'identifier, d'une part, les évolutions de la ou des stratégie(s) et, d'autre part, les anomalies ou les nouveaux risques des fonds sous-jacents sélectionnés. Les gérants doivent effectivement s'assurer que les principes qui ont motivé la sélection sont toujours vérifiés ;
 - d'assurer un suivi de l'ensemble des risques opérationnels et de marché des fonds sous-jacents, notamment le risque de liquidité qui doit être évalué au regard des propres modalités de souscriptions et de rachat des OPCVM ;
- que la société de gestion dispose d'une **organisation, de moyens et de procédures lui permettant** :
 - de traiter les éventuelles anomalies détectées dans le cadre du suivi des « *hedge funds* » sélectionnés, mais également dans l'ensemble des procédures mises en place par la société de gestion ;
 - de mettre en œuvre les éventuelles actions correctives associées ;
 - d'assurer une traçabilité et un archivage de l'ensemble des travaux réalisés.

IV.3. Fournir à l'investisseur une liquidité satisfaisante et ordonnée de ses parts de fonds de « *hedge funds* », tout en autorisant la mise en place encadrée d'un mécanisme de seuils de rachat (« *gates* »)

- Le défi de la liquidité des fonds de fonds alternatifs

La question de la gestion du risque de liquidité par les fonds de fonds alternatifs est un enjeu majeur : ce risque est beaucoup plus important pour ce type de fonds que pour les OPCVM à vocation générale « classiques ». La périodicité de valorisation ainsi que les modalités de souscriptions/rachats de très nombreux « *hedge funds* » peuvent être une source d'inadéquation importante entre la liquidité qu'ils proposent et celle offerte par les fonds français de fonds alternatifs qui répondent à des règles plus contraignantes.

Les fonds français de fonds alternatifs doivent en effet calculer une valeur liquidative sur une base minimale mensuelle alors que les « *hedge funds* » sous-jacents peuvent se contenter de ne communiquer aux investisseurs, sur une base mensuelle, qu'une valeur estimative, la périodicité de calcul de leur valeur liquidative pouvant être trimestrielle, semestrielle voire annuelle.

Par ailleurs, les « *hedge funds* » peuvent prévoir de très longs préavis de rachat, des blocages (« *lock up* ») d'une année ou plus, et des règlements partiels échelonnés sur plusieurs semaines.

Pour permettre aux fonds de fonds alternatifs de s'adapter à ces contraintes particulières, le régulateur avait prévu des règles de fonctionnement spécifiques pour les fonds français de fonds alternatifs qui ont d'ailleurs fait l'objet de nouvelles modifications en 2006⁶⁶. Ces nouvelles règles avaient pour objectif de mieux adapter les modalités de souscriptions/rachats des fonds français à celles prévalant pour leurs « *hedge funds* » sous-jacents.

De fait, la multigestion alternative « transforme » la liquidité en offrant des possibilités de souscriptions et de rachats chaque mois et en donnant ainsi accès à des fonds à la liquidité plus espacée, avec par exemple « *lock up* ». Cette « transformation » est porteuse de risque et doit être gérée.

Par ailleurs, l'AMF a rappelé à de nombreuses reprises que la gestion de l'échéancier de liquidité des OPCVM classés « OPCVM ARIA de fonds alternatifs » faisait partie intégrante de la gestion financière et qu'il était de la responsabilité de la société de gestion de définir des modalités de souscriptions/rachats, de périodicité de calcul de la valeur liquidative, ainsi que des préavis qui soient cohérents avec la liquidité globale de l'OPCVM et le type de porteurs auprès desquels l'OPCVM sera commercialisé.

En 2006, plusieurs sociétés de gestion de la Place avaient toutefois indiqué à l'AMF avoir constaté une illiquidité plus grande des parts des « *hedge funds* » dans lesquels elles avaient investi, qui s'est notamment traduite par un durcissement des préavis de rachat ou des calculs de valeur liquidative moins réguliers.

Certains professionnels estimaient que le cadre réglementaire français actuel permettait de gérer l'augmentation du risque de liquidité engendré par cette situation. D'autres au contraire, jugeaient nécessaire d'introduire de nouvelles possibilités réglementaires pour gérer le risque de liquidité dans des conditions optimales. Il a été souligné que la gestion du risque de liquidité devait privilégier la protection des investisseurs qui restaient investis dans le fonds, et non celle de ceux qui sortaient du fonds.

Ce sujet a donc été discuté par le Groupe de travail qui s'est déclaré, à l'instar des contributions reçues à l'issue de la consultation, favorable à la mise en place, sous certaines conditions, d'un mécanisme de « *gates* ».

⁶⁶ Le préavis impératif des ordres de souscription ou de rachat de parts, applicables aux seuls OPCVM ARIA, correspond depuis un arrêté de mai 2006 à un délai maximum de 60 jours compris entre, d'une part, la date de centralisation des ordres et, d'autre part, la date de livraison des parts ou actions ou de règlement des rachats de l'OPCVM ARIA par le dépositaire. Ce délai maximum n'est applicable que si la périodicité de calcul de la valeur liquidative n'est pas quotidienne.

- Les avantages liés à la mise en place, sous conditions, des seuils de rachat (« gates »)

Le mécanisme des « gates » consiste à prévoir la possibilité pour le gérant de plafonner les rachats, lors de chaque date de sortie, le solde des rachats étant reporté au prorata sur la ou les valeurs liquidatives suivantes.

En pratique, ce mécanisme connaît plusieurs variantes : il peut être calculé au niveau de chaque investisseur (ce qui implique un suivi nominatif de chaque investisseur, peu compatible avec une distribution élargie) et du montant de son ordre de rachat, ou en global sur l'actif net du fonds. Le pourcentage se situe de façon générale dans une fourchette comprise entre 5% et 20% de l'actif du fonds. Il peut donc restreindre la liquidité du fonds en étalant les rachats.

Il est fréquemment mis en place par les fonds d'investissement de droit étranger dans lesquels les OPCVM français investissent.

Ce mécanisme permet une protection à moyen terme de la valeur des actifs d'un fonds ayant investi dans des actifs peu liquides et soumis, à un moment donné, à des anomalies de marché⁶⁷. Il évite la vente « bradée » des actifs de ce dernier, dans des conditions évidemment défavorables pour les investisseurs du fonds. Contrairement aux mécanismes actuels (préavis, frais « pénalisants » qui s'appliquent alors systématiquement), ce mécanisme, lorsqu'il existe dans certains pays, n'est déclenché que très exceptionnellement et sous certaines conditions qui en encadrent strictement l'activation.

Les investisseurs, préalablement informés de l'existence de ce type de mécanisme à travers une description détaillée dans le prospectus, et éventuellement une mention sur le bulletin de souscription, et qui en acceptent les conditions d'activation, sont soumis à des règles qui limitent ou étalent dans le temps, leur probabilité de retrouver une partie de leur investissement ; néanmoins, ils peuvent bénéficier de conditions plus souples que celles prévalant habituellement (période longue de préavis, frais pénalisants...) dans le cadre de la « vie normale » d'un fonds.

- Une utilisation abusive de ces techniques comporte des risques

Ce mécanisme présente toutefois certains risques qui supposent une « éducation » des clients ou du moins une communication adaptée auprès de ceux-ci et un encadrement de son activation par les sociétés de gestion.

Mal expliqué ou utilisé d'une manière abusive, il pourrait en effet créer une défiance excessive des investisseurs pour les fonds qui peuvent y avoir recours, ceux-ci pouvant surpondérer les risques d'illiquidité des parts du fonds dans lequel ils investissent. Il pourrait également inciter certaines sociétés de gestion à l'utiliser non pas comme un outil de secours en cas de situation inhabituelle, mais comme un outil de gestion au quotidien de la liquidité, renforçant ainsi la défiance des investisseurs.

De telles pratiques devraient rester exceptionnelles car elles détruisent la réputation du fonds et du gérant. Les conditions d'activation de ce type de mécanisme devraient en prévenir le recours abusif. Elles devraient relever des instances au plus haut niveau de la société de gestion. Une communication sur cette activation devrait être fournie en toute transparence auprès des porteurs.

Dans sa réponse à la consultation, l'AFG avait d'ailleurs préconisé, pour prévenir toute utilisation excessive, que l'activation en soit déclarée au régulateur et aux porteurs de parts. Les délais de rachat du reliquat seraient clairement indiqués dans le prospectus.

Le Groupe de travail est convenu de la pertinence de ces conditions d'encadrement de l'utilisation des « gates ».

⁶⁷ Ce mécanisme semble toutefois moins pertinent pour des fonds investis dans plus de trente fonds sous-jacents, chacun ayant des conditions de liquidité variées avec un préavis impératif et incitatif.

- Les conditions d'une mise en place acceptable des seuils de rachat (« gates »)

Le Groupe de travail recommande une mise en place encadrée des « *gates* », mécanisme optionnel décidé par la société de gestion qui demeurerait responsable du rachat des parts des fonds selon des modalités décrites dans le prospectus.

Ce mécanisme aurait pour objet de gérer des situations exceptionnelles et viendrait ainsi en complément d'un suivi systématique de la liquidité du fonds de fonds alternatif, suivi s'appuyant notamment sur l'existence d'un échéancier de liquidité des fonds français de fonds alternatifs dont le suivi attentif fait partie intégrante de la gestion financière de la société de gestion.

Il devrait être clairement porté à la connaissance des investisseurs au moment de leur souscription et son activation devrait donner lieu à une information claire et rapide auprès de ces derniers.

Cette activation relèverait d'une décision collégiale de la société de gestion qui devrait être notifiée au dépositaire, au commissaire aux comptes et à l'AMF.

IV.4. Assurer la mise en œuvre de contrôles externes efficaces sur les « *due diligence* » menées par le multigérant alternatif

Les « *due diligence* » doivent être soumises à des contrôles externes assurant que celles-ci sont menées conformément à la réglementation. Le rôle joué par le dépositaire et le commissaire aux comptes apparaît donc important pour assurer une sécurisation adaptée du système de régulation de la multigestion alternative.

Les spécificités relatives à la fonction du dépositaire des fonds de multigestion alternative peuvent être appréhendées sous trois aspects différents : la conservation des actifs, le contrôle de la régularité des décisions des sociétés de gestion et la gestion du passif. Le Groupe de travail a plus particulièrement abordé les deux premiers points et a émis deux types de recommandations.

Concernant la conservation des actifs du fonds de « *hedge funds* » qui sont les parts de fonds sous jacents, souvent « *off-shore* », un membre du Groupe de travail a exposé les difficultés concrètes du dépositaire dans sa relation avec le « *registrar* » pour assurer des diligences préalables à la première souscription dans un fonds « *off-shore* ».

Aussi, les membres du Groupe de travail se sont-ils accordés sur le fait que le multigérant alternatif, avant de souscrire dans un « *hedge fund* » sous-jacent et au titre des « *due diligence* » préalables à la souscription, devrait s'assurer de la bonne qualité du « *registrar* ». Il devrait aussi s'assurer que le « *registrar* » fournira toutes les données nécessaires au dépositaire pour que celui-ci puisse procéder à la souscription, à sa comptabilisation puis à celle des opérations sur titres, au contrôle et à la tenue des positions⁶⁸.

Ces contrôles du dépositaire suivant une approche réglementaire fondée sur des principes telle que recommandée par le Groupe de travail, porteraient sur l'existence et la cohérence des procédures de « *due diligence* » lors de la sélection des fonds par la société de gestion et s'inscriraient dans le cadre plus général de la mission du contrôle de la régularité des décisions de l'Organisme de Placement Collectif.

⁶⁸ Conformément aux articles 333-1 et suivants du RGAMF.

S'agissant des contrôles effectués par le commissaire aux comptes des fonds de fonds alternatifs, les cabinets de la Place ont aujourd'hui des pratiques hétérogènes, les contrôles les plus approfondis portant notamment :

- sur le respect et la permanence de l'application des procédures de contrôle des critères d'éligibilité des fonds étrangers non coordonnés détenus en direct ou par contrats interposés ;
- sur les modalités d'inscription en compte des fonds alternatifs par le dépositaire ;
- sur les modalités particulières de valorisation des fonds et sur la réconciliation des valeurs liquidatives provisoires et des valeurs liquidatives définitives ;
- sur le respect des indications du prospectus particulières aux OPCVM de fonds alternatifs (pourcentage maximum d'exposition à des fonds alternatifs, pourcentage maximum d'exposition à certaines stratégies alternatives, conditions particulières de souscriptions et rachats prévues par le prospectus [préavis], périodicité de valorisation) ;
- sur le niveau de liquidité des fonds sous-jacents au regard de l'aptitude de l'OPCVM à faire face aux demandes de rachat ; et
- sur le suivi des indicateurs de risques figurant dans le prospectus.

A la question de savoir si la qualité des contrôles du commissaire aux comptes serait altérée par la mise en place d'une réglementation fondée sur des principes telle qu'elle est recommandée par le Groupe de travail, il semblerait, en première analyse, que la sécurité globale du système n'en serait pas dégradée dans la mesure où des examens critiques seraient toujours effectués par les commissaires aux comptes. Le nouveau cadre de régulation exigerait vraisemblablement un renforcement de l'expérience professionnelle des commissaires aux comptes concernés.

La question majeure relève davantage de l'approche générale des commissaires aux comptes dans la conduite de leur examen pour certifier des comptes des OPCVM. Les diligences et les approches de contrôle des commissaires aux comptes semblent diverses selon les cabinets. Les spécificités de la multigestion alternative appellent des vérifications particulières. Il convient de relever que les commissaires aux comptes travaillent à une meilleure homogénéité de leurs pratiques professionnelles dans le cadre de Commissions techniques spécialisées. Cette démarche ne peut qu'être encouragée.

Conscients de ce que les contrôles externes effectués par les dépositaires et les commissaires aux comptes constituent un élément essentiel de sécurisation des ARIA III vendus au grand public, le Groupe de travail recommande :

- au titre des « *due diligence* » du multigérant alternatif, que celui-ci s'assure, d'une part, de la bonne qualité du « *registrar* » et, d'autre part, que le « *registrar* » fournira toutes les données nécessaires au dépositaire pour que celui-ci puisse procéder aux opérations de souscription, de comptabilisation, ainsi qu'aux opérations sur titres, et aux contrôles et à la tenue des positions ;
- que le multigérant alternatif tienne à la disposition du dépositaire les éléments permettant à ce dernier de contrôler l'existence et le respect des procédures relatives à la sélection de fonds alternatifs ;
- que le périmètre et la profondeur du contrôle externe exercé par les commissaires aux comptes sur les fonds de fonds alternatifs soient fondés sur les meilleures pratiques professionnelles.

* * *

*

Conclusion

Le Groupe de travail propose par le présent rapport des recommandations précises et équilibrées afin d'améliorer la réglementation française des produits de multigestion alternative et d'assurer le développement d'une activité déjà dynamique.

S'appuyant sur une réglementation qui a, jusqu'à ce jour, fait ses preuves concernant son objectif de protection de l'épargne, le Groupe de travail s'est efforcé de trouver un juste équilibre entre un niveau approprié de règles relatives aux produits et la mise en place d'un cadre solide pour l'exercice des « *due diligence* » appropriées par des sociétés de gestion bien organisées.

Ses travaux se sont inscrits en cohérence avec les initiatives internationales existantes en matière de gestion alternative. C'est pourquoi, le Groupe de travail appelle de ses vœux la création d'un véhicule européen de fonds de « *hedge funds* ». Il souhaite que ses recommandations constituent une référence pour les débats qui se dérouleront tant au sein de l'OICV qu'au niveau européen.

Le succès de la démarche ambitieuse préconisée par ce rapport repose sur deux fondements essentiels :

- d'une part, la définition d'un cadre approprié de règles pour les ARIA III, reposant sur une approche fondée sur des principes, requiert, en contrepartie, que les gérants des fonds français de fonds alternatifs puissent justifier *a posteriori* de leurs décisions d'investissement. Plus généralement, revoir les contraintes sur l'agrément *a priori* des produits de gestion collective implique symétriquement une responsabilisation accrue des sociétés de gestion dans un cadre d'organisation de leurs moyens, de leurs procédures et de leurs contrôles qui demeure posé par la réglementation. Cette démarche est conforme à la nouvelle orientation de l'AMF dans sa politique de « meilleure régulation »⁶⁹ ;
- d'autre part, le succès des produits de multigestion alternative dépendra en grande partie de l'appétence future des investisseurs institutionnels pour ce type de produits. Ces derniers peuvent être une source importante de discipline de marché qui peut se diffuser au sein du secteur de la multigestion alternative et dont les effets externes positifs pourraient bénéficier à l'ensemble des investisseurs, individuels et institutionnels. D'où la nécessité ressentie d'une adaptation à bref délai de la réglementation des investisseurs institutionnels. Les actuelles distorsions de concurrence concernant des produits financiers s'exposant sur des classes d'actifs similaires ou qui ont des stratégies d'investissement semblables mais qui sont, dans le même temps, confrontées à des contraintes réglementaires différentes, justifient, aussi, pour le Groupe de travail, ses propositions pour la définition d'un nouveau cadre de développement de l'activité de multigestion alternative.

L'adoption de cette démarche nouvelle constitue aussi un défi pour le régulateur qui devra notamment adapter ses procédures et ses outils de contrôle à une situation dans laquelle la responsabilité des acteurs est clairement renforcée.

* * *
*

⁶⁹ Cf. l'article sur « La responsabilité des sociétés de gestion dans la détermination de l'éligibilité des actifs pour l'investissement par des OPCVM » dans la revue mensuelle de l'AMF n°35, avril 2007.

Annexe 1 :

Liste des membres du Groupe de travail de Place
sur la multigestion alternative présidé par

M. Philippe ADHEMAR,
Membre du Collège de l'AMF,
Président de la Commission Consultative
« Activités de Gestion Individuelle et Collective »

Rapporteur du Groupe de travail:

Cyrille STEVANT

AMF

Chargé de mission
Direction de la Régulation et des Affaires Internationales
Secrétaire du comité permanent de l'OICV consacré à la
gestion d'actifs (SC5)

Secrétaire du Groupe de travail:

Diane HAMILTON

AMF

Chargée de mission Direction de la Régulation et des
Affaires Internationales

Membres du Groupe de travail:

Jean-Philippe BALLIN

CACEIS Bank

Responsable Contrôle Dépositaire
Direction de la Conformité

Christian BARTHOLIN

HDF Finance

Directeur Général Délégué
Représentant français de l'Alternative Investment
Management Association (AIMA)

Emmanuel COURANT

Edmond de Rothschild Multi Management

Directeur Général Adjoint

Olivier DAVANNE

DPA Invest

Associé
Membre du Conseil Scientifique de l'AMF

Michel DEGIOVANNI

Matmut

Directeur Général Adjoint, Finance
Association Françaises des Investisseurs Institutionnels
(Af2i)
Président

| | |
|----------------------------|--|
| Alain DUBOIS | Lyxor Asset Management Président Directoire Membre du groupe d'experts de la commission européenne sur la gestion alternative (juillet 2006) |
| Olivier EON | TestéPourVous Responsable Editorial et Méthode Membre de la Commission Consultative AMF « Epargnants et Actionnaires Minoritaires » |
| Philippe FAURE | Banque de France Adjoint Service des Relations avec la Place (Direction Générale des Opérations) |
| Bertrand GIBEAU | Association Française de Gestion |
| Anne LANDIER-JUGLAR | CACEIS Investor Services Directeur de la conformité de CACEIS |
| Philippe LESTEL | ALTERAM Directeur juridique |
| Luc MARTIN | Crédit Agricole Asset Management Alternative Investment Directeur des activités de gestion |
| Aymeric POIZOT | FitchRatings Senior Director, CFA |
| Alain REINHOLD | ADI Alternative Investments Directeur Exécutif Membre du groupe d'experts de la commission européenne sur la gestion alternative (juillet 2006) |
| Etienne ROUZEAU | AGF Alternative Management Directeur Allocation et Risques |
| Patrick SELLAM | Cabinet Patrick Sellam Commissaires aux Comptes Membre de la Commission Consultative AMF « Activités de Gestion Individuelle et Collective » |
| Jérôme TEILETCHE | Société Générale Asset Management Analyste Quantitatif Senior |
| Benoît VESCO | Meeschaert Family Office Direction de la Gestion Taux |
| Alain ZAQUIN | EIM France SA Président |
| Paul ZARIFFA | Société Générale Asset Management Responsable juridique du pôle gestion alternative |

Le Groupe de travail a bénéficié de l'apport et des éclairages des services de l'AMF à travers les interventions de certains membres des services de l'AMF qui ont activement participé aux débats du Groupe.

Pauline LECLERC-GLORIEUX Chef de service,
Service des Prestataires et des Produits d'Épargne

Marguerite YATES Chef de service,
Service du Contrôle des Prestataires et des
Infrastructures de Marché

Catherine BALENCON Adjointe au Chef de service
Service du Contrôle des Prestataires et des
Infrastructures de Marché

Bertrand MERVEILLE Chargé de mission
Service des Prestataires et des Produits d'Épargne

Sonia CATTARINUSI Chargée de mission
Direction des Affaires Juridiques

* * *
*

Annexe 2 :

Personnes auditionnées par le Groupe de travail

- Audition lors de la réunion du 9 mai 2007 consacrée aux initiatives internationales prises en matière de multigestion alternative :

- **M. Dan Waters**, membre au titre de la FSA du comité permanent de l'OICV consacré à la gestion d'actifs (SC5), FSA's Director of Retail Policy and Asset Management Sector Leader ;

- **M. Frank Dornseifer**, membre au titre de la Bafin du comité permanent de l'OICV consacré à la gestion d'actifs (SC5), Referent/Consultant, BAFIN et **Dr. Hener**, consultant à l'unité « *hedge fund* » de la Bafin ;

- **M. Hubert Reynier**, secrétaire général adjoint de l'AMF, Directeur de la Régulation et des Affaires Internationales, président du comité permanent de l'OICV consacré à la gestion d'actifs (SC5) ;

- **M. Niall Bohan**, Head of the Asset management Unit of the European Commission services.

- Audition lors de la réunion du 20 juin 2007 consacrée au panorama de la multigestion alternative en France et en Europe :

- **Mme Sophie Van Straelen**, fondatrice et directrice générale d'Astérias (analyse, conseil et formation sur les « *hedge funds* »).

* * *

*

Annexe 3 :

Les 13 critères réglementaires d'éligibilité des fonds sous-jacents

Article 411-34 du RG AMF

Les fonds d'investissement au sens de l'article R. 214-5 du code monétaire et financier répondent en permanence aux critères suivants :

1° Les parts ou actions du fonds sont transmissibles par inscription en compte ou par tradition sur un registre centralisant les porteurs du fonds. L'existence de clauses d'agrément ne remet pas en cause cette transmissibilité juridique ;

2° L'égalité des droits des porteurs ou actionnaires du fonds par catégorie ou classe de parts sur le capital ou sur l'actif est respectée. L'existence de droits différenciés relatifs aux frais de fonctionnement et de gestion et aux conditions de souscription et de rachat ne remet pas en cause cette égalité des droits dès lors qu'ils ne portent pas sur le capital ou sur l'actif ;

3° Le fonds est titulaire de droits et d'obligations se traduisant par l'existence d'un actif et d'un passif propre ;

4° La responsabilité de la conservation des actifs du fonds est confiée à une ou plusieurs sociétés, distinctes de la société de gestion de portefeuille, régulées à cet effet et identifiées dans le prospectus ;

5° La conservation des actifs du fonds est assurée de façon distincte de celle des actifs propres du conservateur et de ses mandataires ;

6° Les actifs du fonds peuvent être réutilisés par le seul conservateur ou ses mandataires, et par toute personne détenant une créance sur l'OPCVM, créance née à l'occasion d'opérations de cession temporaire de titres ou d'une utilisation d'instruments financiers détenus par l'OPCVM ou d'une opération de garantie telle que mentionnée au troisième alinéa du I de l'article R. 214-12 du code monétaire et financier lorsqu'elle est donnée par l'OPCVM, aux conditions cumulatives suivantes :

a) Cette réutilisation est soumise à un consentement explicite du fonds et à une information appropriée des porteurs ;

b) Le fonds dispose d'un droit de reprise à tout moment des instruments financiers utilisés ou d'instruments financiers équivalents ;

7° L'entité exerçant soit la gestion soit le conseil en investissement du fonds, est soumise au contrôle d'une autorité qui assure la régulation de ces activités et auprès de laquelle cette entité est enregistrée ; « le respect de cette condition s'apprécie au moment où intervient l'investissement dans le fonds ; ».

8° La réglementation du pays d'origine du fonds prévoit la certification des comptes annuels du fonds par un contrôleur légal des comptes. À défaut, le prospectus du fonds prévoit qu'un contrôleur légal effectue un contrôle équivalent des comptes annuels du fonds ;

9° Les engagements des porteurs ou actionnaires du fonds sont limités à hauteur de leur investissement ;

10° Le fonds établit un prospectus décrivant ses règles de gestion et statutaires ;

11° Le fonds établit une information au moins trimestrielle sur sa gestion mentionnant notamment les informations significatives sur l'évolution de son portefeuille et de ses résultats ;

12° Le fonds met à disposition de tous ses porteurs ou actionnaires, au moins mensuellement, une valeur liquidative ou une valeur estimative au sens de l'article 411-47 ;

13° Le pays d'origine du fonds ne figure pas sur la liste des États dont la législation n'est pas reconnue suffisante ou dont les pratiques ne sont pas considérées comme conformes aux dispositions relatives à la lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme par l'instance internationale de concertation et de coordination en matière de lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme.

* * *

*

Annexe 4 :

Seuils existant en Europe pour accéder aux fonds de fonds alternatifs (Source Asterias)

| Pays | Produits réglementés | Investisseurs de détail | Investissement minimum |
|--------------------|---|-------------------------|------------------------|
| Royaume-Uni | Qualified Investor Scheme | Non | Aucun |
| | Fund of hedge funds | Pas encore ... | |
| Irlande | Professional Investor Fund | Non | €125 000 |
| | Qualifying Investor Fund | | €250 000 |
| | Fund of hedge funds | Oui | Aucun |
| Italie | <i>Fondi speculativi</i> Speculative fund | Non | €500 000 |
| | Fund of hedge funds | | |
| France | <i>OPCVM à règles d'investissement allégées (ARIA)</i> | Oui | €125 000 |
| | <i>OPCVM contractuels</i> | | €250 000 |
| | <i>OPCVM de fonds alternatifs (fund of hedge funds)</i> | | €10 000 |
| Luxembourg | Undertakings for collective investment pursuing alternative investment strategies | Oui | Aucun |
| Allemagne | <i>Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken</i> | Non, mais | Aucun |
| | Fund of hedge funds | Oui | |
| Portugal | <i>Fundo Especial de Investimento</i> | Oui | €15 000 |
| Espagne | IIC de Inversión libre | Non | €50 000 |
| | <i>IIC de IIC de Inversión Libre (fund of hedge funds)</i> | Oui | Aucun |

* * *
*

Annexe 5 :

Synthèse de la consultation ciblée menée par l'AMF sur l'évaluation du cadre de régulation de la multigestion alternative en France et sur les voies susceptibles de l'améliorer.

Une consultation ciblée a été menée au cours des mois d'avril et mai 2007 auprès des principales parties intéressées de la Place par le sujet de la multigestion alternative. Il s'agissait de recueillir sur une base élargie les avis de la Place sur la pertinence du cadre de régulation de la multigestion alternative en France et sur les moyens de l'améliorer. Cette consultation a été effectuée en parallèle des travaux menés par le Groupe de travail de la Place composé de praticiens et de représentants d'investisseurs institutionnels. Ce groupe était présidé par Philippe Adhémar, membre du Collège de l'AMF et président de la commission consultative « Activités de Gestion individuelle et collective ». Les résultats de cette consultation ciblée ont été bien sûr pris en compte par le Groupe de travail de la Place.

Au cours du mois d'avril 2007, l'AMF a donc transmis aux 70 sociétés de gestion ayant un programme d'activité de multigestion alternative, aux principales associations professionnelles de la Place ainsi qu'aux membres de son conseil scientifique un document de consultation. Ce document exposait les axes essentiels du cadre français de régulation de la multigestion alternative, les principales caractéristiques du marché français des fonds de « hedge funds », ainsi que des initiatives internationales récentes dans ce domaine.

Il posait ensuite un certain nombre de questions sur la pertinence de la classification AMF des « OPCVM de fonds alternatifs », les conditions d'information et de commercialisation auprès du grand public de ce type d'OPCVM (en particulier, ceux créés sous la forme d'OPCVM à règles d'investissement allégées III (« ARIA III »)), sur la configuration du programme d'activités spécifique de multigestion alternative et ses modalités de contrôle, sur les problématiques de gestion du risque de liquidité par le multigérant et plus globalement sur les diligences qu'il doit conduire. La question de la pertinence des 13 critères d'éligibilité des fonds sous-jacents était aussi abordée.

La consultation a permis de recueillir les commentaires de 9 sociétés de gestion (Altigefi, Dexia AM, Exane Asset Management, Société Parisienne de Gestion, Harewood Asset Management, IXIS Private Capital Management, HDF Finance, GEA Multigestion alternative, Lyxor Asset Management), de 4 associations professionnelles (AFG⁷⁰, FBF⁷¹, AFTI⁷², Af2i⁷³, AFEI⁷⁴, et FFSA⁷⁵) et d'un membre du conseil scientifique (M. Marc-Olivier Strauss-Kahn, Directeur Général des Etudes et des relations Internationales de la Banque de France).

⁷⁰ Association Française de la Gestion Financière

⁷¹ Fédération Bancaire Française

⁷² Association Française des Professionnels des Titres

⁷³ Association Française des Investisseurs Institutionnels

⁷⁴ Association Française des Entreprises d'Investissement

⁷⁵ Fédération Française des Sociétés d'Assurance

1. LE CADRE FRANÇAIS DE REGULATION DE LA MULTIGESTION ALTERNATIVE ET LE CONTEXTE INTERNATIONAL

QUESTIONS N°1 POSEES PAR LE DOCUMENT DE CONSULTATION :

En matière d'exposition aux « *hedge funds* », estimez-vous qu'il existe des possibilités d'arbitrages entre les OPCVM classés « OPCVM de fonds alternatifs » (surtout ceux créés sous la forme d'OPCVM ARIA de fonds alternatifs) et d'autres produits ? Si oui, avec quels produits ? Comment évaluez-vous ces arbitrages ? Les considérez-vous comme justifiés du point de vue de la protection des investisseurs ?

Etes-vous en accord avec la démarche consistant à tester le caractère compétitif du cadre réglementaire français de la multigestion alternative ?

Etes-vous favorable au principe de l'élaboration de standards européens pour la multigestion alternative de façon à envisager une commercialisation plus facile au plan communautaire ?

Comment évaluez-vous le risque d'interférence avec la Directive OPCVM amendée que soulèverait la création d'un régime et d'un passeport européen des fonds de « *hedge funds* » ? Ne risque-t-on pas de réduire fortement l'intérêt pour les gérants d'actifs de respecter les exigences de la Directive OPCVM amendée dès lors que la possibilité de passeport européen serait offerte à des fonds d'investissement aux exigences différentes ? Comment pourrait-on traiter ce sujet (seuil d'accès pour pouvoir acheter le produit, procédure de notification dérogatoire de la procédure normale, etc.) ?

La démarche de l'AMF visant une évaluation *ex post* de sa réglementation en matière de multigestion alternative a été très favorablement accueillie.

Deux contributions ont estimé que cette réflexion doit être plus particulièrement menée avec pour double objectif de positionner avantageusement l'industrie française par rapport à ses concurrentes européennes tout en restant attentif à protéger la clientèle, souvent non avertie, susceptible d'être intéressée par ces produits.

L'AFEI a mentionné le fait que l'industrie de la gestion alternative lui semble être presque la seule à accepter de rémunérer à son juste prix la valeur ajoutée créée au travers des services qui lui sont rendus. Elle a aussi regretté le caractère tardif de la spécialisation de la Place de Paris en matière de gestion alternative, notamment par rapport à la situation prévalant à la City de Londres où l'industrie des « *hedge funds* » a eu très tôt un effet d'entraînement. Ce regret est d'autant plus fort que ce sont des professionnels de nationalité française qui sont au cœur des fonds de « *hedge funds* » gérés à Londres.

La majorité des contributions relève que l'arbitrage entre les différents produits évoqués par le document de consultation et les OPCVM de fonds alternatifs soumis à la réglementation de l'AMF est très aisé à effectuer pour un investisseur individuel souhaitant diversifier son patrimoine financier tout en voulant échapper aux effets d'une réglementation contraignante (minimum d'investissement élevé, règle de diversification pour les fonds ARIA...).

L'impact de la Directive Actifs Eligibles sur les OPCVM coordonnés distribués au grand public a aussi été évoqué, tout comme les conséquences –perçues négativement par les acteurs de la multigestion alternative- de la possible éligibilité des dérivés sur indices de « *hedge funds* » aux investissements des OPCVM coordonnés. Globalement, un consensus émerge sur le fait qu'il est de plus en plus difficile d'établir une frontière claire entre l'univers de la gestion « classique » et celui de la gestion alternative, ce qui rend nécessaire de traiter la multigestion alternative dans une vision globale des activités de gestion.

Une contribution souligne aussi que ces arbitrages réglementaires entre produits résultent également du fait que les réglementations des investisseurs institutionnels ne permettent pas ou permettent mal l'investissement dans les produits ARIA.

Les contributions plaident toutes⁷⁶ en faveur d'un régime européen régulé pour la multigestion alternative afin d'établir une égalité du jeu concurrentiel entre produits ayant des stratégies d'investissement relativement proches et qui sont distribués aujourd'hui, peu ou prou, au grand public. La FBF a ainsi suggéré d'introduire cette notion de placement privé qui s'appliquerait tant aux valeurs mobilières qu'aux fonds. Cela induirait la capacité de placer des titres sans obligation d'établir un prospectus préalable, pourvu que ces titres soient placés uniquement auprès d'investisseurs « institutionnels », dont le périmètre reste toutefois à définir, mais qui pourrait recouvrir les investisseurs professionnels définis par la Directive MIF.

Une majorité estime pertinente l'élaboration d'un cadre européen uniformisé et de standards communs pour la multigestion alternative, ainsi que la possibilité donnée aux fonds de fonds alternatifs de bénéficier d'un passeport à l'échelle de l'Union européenne. L'élaboration de ce cadre européen ne se ferait pas au détriment des OPCVM coordonnés tels qu'ils existent à l'heure actuelle.

Cependant, des doutes sur la rapidité avec laquelle un tel régime européen pourrait être mise en place ont été émis. C'est pourquoi un régime de placement privé européen rapidement mis en œuvre constitue une voie privilégiée, davantage que ne l'est la mise en place, à court terme, de procédures de reconnaissance mutuelle entre les différentes Autorités de l'Union européenne.

2. LES CONDITIONS APPROPRIÉES DE CLASSIFICATION, D'INFORMATION ET DE COMMERCIALISATION AUPRES DU PUBLIC DES OPCVM INVESTISSANT DANS DES FONDS ALTERNATIFS

QUESTIONS N°2 POSEES PAR LE DOCUMENT DE CONSULTATION :

La classification « OPCVM de fonds alternatifs » des produits de multigestion alternative régulée par l'AMF, définie à l'article 29 de l'instruction 2005-02, vous paraît-elle appropriée ? Pourquoi ? De quelle manière pourrait-elle être améliorée ? La dénomination ARIA de fonds alternatifs vous paraît-elle appropriée ? Pourquoi ? De quelle manière pourrait-elle être améliorée ?

L'information fournie à l'investisseur d'OPCVM classés « OPCVM de fonds alternatifs », et surtout des OPCVM ARIA de fonds alternatifs vous paraît-elle satisfaisante ?

Comment pourrait-on améliorer et/ou simplifier l'information fournie aux investisseurs des OPCVM ARIA de fonds alternatifs en matière de **risques** des sous-jacents et de **risque** global de l'OPCVM ARIA de fonds alternatifs ?

En matière de **frais** payés par l'investisseur, existe-t-il une problématique spécifique aux OPCVM ARIA de fonds alternatifs ? Si oui, quelle est-elle et comment peut-elle être traitée de manière appropriée ?

La **fréquence minimale pour la publication d'une valeur liquidative** prévue par la réglementation est-elle adéquate selon vous ? Pourquoi ?

Le seuil de **10 000 euros** pour l'achat d'un OPCVM ARIA de fonds alternatifs est-il pertinent ? Expliquez précisément les raisons qui motivent votre position.

Si ce seuil devait être amendé ou être amené à disparaître, comment s'assurer que les OPCVM ARIA de fonds alternatifs ne font pas l'objet d'une vente inadaptée ou abusive auprès du grand public ?

⁷⁶ A l'exception notable de la FBF qui estime prématuré à ce stade de créer un label européen de fonds alternatifs. Il lui apparaît en effet plus utile que les textes ne mettent pas d'entrave à la possibilité de créer des fonds alternatifs pouvant investir dans des actifs très variés, y compris les produits dérivés.

- Concernant les problématiques de classification, les avis sont assez partagés. Certaines contributions considèrent que la classification « OPCVM de fonds alternatifs » est adaptée tandis que d'autres regrettent la confusion entretenue par cette classification AMF unique, qui engendre notamment des difficultés de compréhension et de communication par les agences de notation, ce qui se traduit dans les classements publiés par celles-ci.

Une contribution souligne aussi que la classification actuelle conduit à limiter l'investissement de certains investisseurs individuels dans des ARIA III. Aussi préconise-t-elle que les fonds ARIA III et sans effet de levier soient classés dans des catégories qui permettent d'accroître les montants des investissements par les investisseurs institutionnels. Elle souhaite aussi que le seuil de 10 % dans les OPCVM non-ARIA soit relevé à 15 ou 20 % afin de laisser la possibilité d'intégrer de la gestion alternative dans les fonds de gestion dits traditionnels.

- En ce qui concerne la dénomination des ARIA III, les termes « à règles d'investissement allégées » sont souvent considérés comme trompeurs. Les règles de dispersion des risques sont en effet les mêmes que pour un OPCVM coordonné et seraient même plus contraignantes que pour un OPCVM d'OPCVM coordonné.

Au surplus, la dénomination « ARIA » n'est pas intuitivement compréhensible. Elle n'attire donc pas nécessairement l'attention de l'investisseur sur la nature du produit et sur le degré de risques qu'il représente car cette dénomination apparaît trop éloignée du terme de « gestion alternative » génériquement connu par le public. Au plan de la distribution transfrontalière, cette dénomination apparaît pénalisante : elle est en effet difficilement transposable en anglais, langue de référence de l'univers des « *hedge funds* » et plus particulièrement celle utilisée par les sociétés de gestion françaises pour la promotion de leurs produits en dehors de la France.

C'est pourquoi, certaines contributions recommandent de réintroduire dans la classification AMF une référence aux classes d'actifs traditionnelles sur lesquelles les ARIA III interviennent. Cela permettrait ainsi aux agences de notation d'intégrer dans les bonnes catégories d'actifs ces OPCVM qui sont aujourd'hui souvent regroupés dans une catégorie « gestion alternative » fourre-tout, mêlant tant les classes d'actifs que les objectifs de gestion et les techniques de gestion utilisées, rendant ainsi illisible l'information fournie à l'investisseur, institutionnel ou privé, en France et encore plus à l'étranger.

La définition d'un cadre européen harmonisé pour la multigestion alternative serait ainsi l'occasion d'adopter une dénomination plus conforme à celle communément utilisée par la sphère financière internationale. Cela pourrait en outre être un pré-requis à la possibilité pour les acteurs européens de la gestion de concurrencer leurs homologues, aux Etats-Unis plus particulièrement.

- Pour ce qui est de l'information communiquée au souscripteur au travers du prospectus, elle apparaît satisfaisante, mais pourrait toutefois être simplifiée et homogénéisée d'un prospectus à l'autre. Une société de gestion de portefeuille a suggéré l'obligation d'une communication au moins partielle sur les principales positions de l'actif au moment de la constitution du fonds. Cette solution pourrait apporter davantage de transparence aux investisseurs, notamment en matière de concentration des investissements. Enfin, une contribution propose que le bulletin de souscription reprenne les informations clés en terme de profil de risque pour le porteur notamment pour ce qui concerne le risque de liquidité.

- Concernant les frais, la transparence totale sur ceux supportés par les fonds sous-jacents ne semble ni pertinente ni réaliste d'un point de vue opérationnel. L'investisseur final doit bénéficier d'une information précise (et intelligible) sur les frais (entrée, sortie, fixes, variables) auxquels le portefeuille pourra être exposé, mais il ne semble pas opportun d'aller au-delà. Une société de gestion de portefeuille a toutefois proposé de donner une information sur le niveau moyen ou la fourchette des commissions de gestion fixes et variables des sous-jacents auxquels l'OPCVM de fonds alternatifs a recours.

L'Af2i estime que la partie B du prospectus répond aux besoins des investisseurs.

- Concernant la fréquence de publication de la valeur liquidative, les réponses ont été peu nombreuses. Une société de gestion de portefeuille a indiqué que le débat demeurerait ouvert quant à l'opportunité d'ajouter un degré de flexibilité sur ce point. S'il lui semble important de pouvoir fournir aux porteurs de parts une estimation de la valeur du portefeuille au minimum tous les mois, le choix d'une plus grande flexibilité en matière de périodicité des souscriptions/rachats devrait également être donné aux gérants. Cette latitude lui apparaît plus particulièrement souhaitable au regard de certains types de gestion dont la liquidité est restreinte par nature (« Asset Based Lending » par exemple). Du côté des investisseurs, si l'Af2i indique souhaiter une plus grande fréquence de publication de la valeur liquidative, elle considère aussi que la réalité conduit à ne demander qu'un calcul sur une base mensuelle dans la mesure où les fonds sous-jacents ont une fréquence de valorisation mensuelle. La valeur liquidative provisoire lui semble être un bon élément de contrôle, permettant à l'investisseur un suivi correct de son investissement.

- Concernant le seuil de souscription, les réponses reçues rendent tout d'abord compte des différences de traitement qui peuvent exister entre les différents véhicules de placement sophistiqués qui s'adressent au grand public. Selon certains, les années récentes ont en effet été le témoin d'une croissance importante des volumes de produits structurés diffusés dans les réseaux bancaires notamment. Ces produits sont parfois particulièrement complexes à comprendre. Ils peuvent comporter des risques spécifiques importants de non réalisation des performances visées, voire de perte en capital dans certains cas. Ils demandent donc une expertise financière particulière et/ou à défaut une surface financière suffisante de façon à limiter la représentation de cet investissement au sein du patrimoine total de l'investisseur.

Dans un tel contexte, il apparaît crucial de placer face aux investisseurs des distributeurs en mesure de comprendre les produits complexes qu'ils commercialisent et d'en expliquer les tenants et les aboutissants. Aussi, le seuil des 10 000 euros actuellement en vigueur apparaît pour certains inapproprié compte tenu de la nature complexe des investissements proposés. D'autres estiment toutefois préférable de mettre l'accent sur l'inégalité du jeu concurrentiel, ce qui impliquerait de réduire, voire de supprimer ce seuil, une contribution suggérant même la piste d'abaisser le seuil de souscription à 1000 euros.

D'une manière plus globale, la FBF estime que la protection des investisseurs ne doit pas se faire via l'éligibilité des actifs aux fonds alternatifs mais via les critères de distribution et la distinction entre les investisseurs institutionnels (« wholesale » et les investisseurs particuliers, « retail »).

3. L'AGREMENT DES ACTEURS : LE PROGRAMME D'ACTIVITE SPECIFIQUE DE MULTIGESTION ALTERNATIVE ET SES MODALITES DE CONTROLE

QUESTIONS N°3 POSEES PAR LE DOCUMENT DE CONSULTATION :

Quelle est votre évaluation des **programmes** de multigestion alternative soumis à l'autorisation de l'AMF ? Dans quels domaines doivent-ils être améliorés ou allégés ?

Etes-vous en accord avec les enseignements tirés par l'AMF de la défaillance du fonds Amaranth ? Expliquez les raisons qui motivent votre position.

En matière de délégation, la doctrine de l'AMF devrait-elle être modifiée, voire assouplie ? Pourquoi et dans quelles conditions ?

1. La question de l'évaluation des programmes d'activité n'a appelé que deux commentaires.

D'une part, une contribution souligne que pour les sociétés disposant déjà d'un agrément général, les informations à fournir devraient se limiter à la multigestion alternative proprement dite et ne pas aborder des aspects généraux. Les aspects les plus importants du programme d'activité qui mériteraient d'être examinés sont les suivants :

- le processus d'investissement (sélection des stratégies et des gérants) ;
- le processus d'analyse et de contrôle des risques (financiers, juridiques, opérationnels) ;
- les diligences pré- et post-investissement ;
- les ressources humaines, techniques et financières.

Un renforcement des exigences concernant les ressources nécessaires est préconisé. Une contribution doute que les 70 sociétés de gestion, pour lesquelles un programme d'activité a été approuvé par le régulateur pour la multigestion alternative, aient effectivement toutes les ressources humaines, techniques et financières nécessaires pour exercer cette activité dans de bonnes conditions. Par ailleurs, cette contribution estime qu'il existe une limite physique quant au nombre de fonds qu'un analyste est en mesure de suivre, voire de surveiller une fois le fonds admis dans la sélection. Le programme d'activité devrait donc prendre en compte cette limite physique.

D'autre part, une autre contribution indique que si la rédaction du programme et sa mise à jour demandent la mobilisation de moyens importants, la diffusion des procédures qui en découlent induit également un processus de mise à jour très lourd. Une mise à jour générale devrait ainsi pouvoir être programmée une fois par an afin d'éviter la lourdeur de mises à jour plus récurrentes. Elle note que cette charge est par ailleurs encore plus importante pour les sociétés de gestion qui pour leur activité de « gestion alternative » doivent disposer de l'agrément de gestion directe, de gestion indirecte voire du programme nécessaire pour l'utilisation des dérivés de crédit.

Si un cadre uniformisé devait voir le jour au niveau européen, les programmes d'activité français pourraient servir de référence pour l'élaboration d'un programme d'activité européen. Mais ils devraient, dans le même temps, pouvoir être allégés dans le sens d'une responsabilisation accrue des sociétés de gestion et par voie de conséquence, entraîner des modifications dans les modalités de contrôle exercées par les autorités de tutelle.

Enfin, une association propose que les programmes de multigestion alternative soumis à l'autorisation de l'AMF présentent l'approche de la société de gestion lors de ses *due diligence* préalables afin que le dépositaire puisse exercer sa fonction de conservation des fonds alternatifs.

Ainsi, ce programme de multigestion alternative devrait comporter la prise de connaissance des moyens et mode de fonctionnement de tous les intervenants du « *hedge fund* » qui se matérialiserait, en particulier, par un dossier d'entrée en relation avec le teneur de registre. Ce dossier d'entrée aurait aussi vocation à valider la capacité du teneur de registre à communiquer les informations nécessaires au dépositaire dans des délais normaux.

2. La question de la délégation a entraîné des commentaires plus fournis, les contributions demandant davantage de liberté pour les sociétés de gestion qui délèguent. Le caractère strict de la doctrine AMF a été souligné.

Ainsi, l'AFG, rejointe par d'autres sociétés de gestion, est très favorable à la possibilité pour les sociétés de gestion de déléguer tout ou partie de la gestion financière des OPCVM, qu'ils soient à vocation générale ou non (tels que les OPCVM créés sous forme d'ARIA). Il lui apparaît normal, dans l'intérêt même des porteurs ou actionnaires, qu'une société de gestion de portefeuille puisse bénéficier sur un domaine précis de compétences qu'elle n'a pas forcément en interne.

Ainsi, selon l'AFG, une société de gestion de portefeuille ayant un programme d'activité de multigestion alternative devrait pouvoir déléguer, à des acteurs spécialisés, les *due diligence*, en particulier les phases d'analyse de nature essentiellement juridique concernant des fonds établis dans des juridictions *off-shore*.

De la même façon, l'AFG considère qu'une société de gestion de portefeuille ne bénéficiant pas du programme d'activité de multigestion alternative devrait pouvoir déléguer tout ou partie de sa gestion financière à une société de gestion de portefeuille ayant cet agrément.

En matière de compétence, le délégant doit être à même de contrôler le délégataire, c'est-à-dire de vérifier à tout moment que la gestion est conforme aux conditions de la délégation, que les ratios d'investissement ou autres règles applicables à l'OPCVM ou au mandat sont respectés, notamment les limites de risques, et de surveiller l'évolution de la performance.

Selon le point de vue de l'AFG, le délégant, s'il doit mettre en place des procédures pour contrôler le délégataire et vérifier que celui-ci dispose des moyens nécessaires à son activité, ne devrait pas avoir à faire valider par l'AMF un programme d'activité de multigestion alternative.

Lorsque le délégataire est une société de gestion de portefeuille étrangère sans lien capitalistique avec le délégant, l'AFG adopte toutefois une approche de la question beaucoup plus prudente.

Une autre contribution adopte en revanche une position beaucoup plus nuancée. Elle considère en effet que l'exigence d'être en permanence en mesure de comprendre et contrôler l'activité déléguée est toujours pertinente. Néanmoins, elle propose un programme d'activité de contrôle qui soit moins lourd que le programme d'activité de multigestion alternative.

Enfin, l'AFEI suggère un aménagement du régime selon le degré de transparence relative à la délégation vis-à-vis du client. Lorsque le client n'a aucune connaissance de la délégation de l'activité, la doctrine stricte de l'AMF lui apparaît adaptée. En revanche, il lui semble envisageable que des assouplissements soient mis en place en fonction des informations portées à la connaissance du client sur les conditions de la délégation.

QUESTIONS N°4 POSEES PAR LE DOCUMENT DE CONSULTATION :

Un code de bonnes pratiques en matière de diligences à effectuer par le gestionnaire du fonds de fonds alternatifs au moment de la sélection du fonds cible et lors de son suivi vous paraît-il utile et nécessaire? Si oui, sur quels domaines devrait prioritairement porter ce code?

Les manquements aux dispositions de ce code devraient-il pouvoir faire l'objet de sanctions par l'AMF ? Si oui, selon quelles modalités ?

Si le principe d'un code de bonnes pratiques est assez bien accepté, son périmètre a donné lieu à des réactions diverses. Ainsi, il pourrait être opportun pour certains de mettre en œuvre un code de bonnes pratiques en matière de *due diligence*, étant entendu que seraient compris, dans ce code, les principes qui encadreraient l'éligibilité des fonds sous-jacents.

Mais ce code ne devrait s'attacher à définir que des principes généraux. Il ne devrait pas avoir pour conséquence d'uniformiser les pratiques et en particulier de standardiser les *due diligence*. En effet, l'organisation propre à chaque société de gestion de portefeuille ainsi que ses particularités et son environnement devraient être respectés. La possibilité d'imposer un format de *due diligence* sous la forme d'un questionnaire n'est pas souhaitée.

Une société de gestion de portefeuille relève que le questionnaire de l'AIMA qui apparaît relativement complet quant à l'analyse des règles de dispersion des risques au sein du « *hedge fund* » pourrait constituer une base de travail idéale pour l'élaboration d'un code de bonnes pratiques.

De plus, ce code de bonnes pratiques :

- devrait permettre de supprimer toutes les contraintes réglementaires pesant sur les produits. Les *due diligence* devraient alors porter essentiellement sur les aspects juridiques et organisationnels des sociétés de gestion ;
- devrait se concentrer sur des normes concernant les risques juridiques et opérationnels et non sur les risques financiers, en raison, à nouveau, de la nature très variée des stratégies mises en œuvre par les « *hedge funds* » et sans vouloir codifier la méthode d'analyse financière.

Par ailleurs, une société de gestion de portefeuille indique que dans la mesure où un code de bonne conduite repose sur des principes et des normes de nature générale, les éventuels manquements sont susceptibles de présenter des degrés d'importance différents ou même un caractère subjectif. Pour cette raison, des « sanctions » graduées seraient à prévoir, avec par exemple un premier niveau « d'avertissements » en amont de toute procédure formalisée de sanctions.

Enfin, une société de gestion de portefeuille estime qu'il serait intéressant de définir un ensemble de connaissances minimales nécessaires pour effectuer de la gestion alternative. Ces connaissances pourraient être validées en faisant passer un examen à chaque personne en charge de la gestion ou de la direction de sociétés de gestion spécialisées dans les stratégies alternatives. Ceci serait équivalent aux "series" passées aux Etats Unis pour être autorisé à assurer certaines activités.

4. LA QUESTION DE LA GESTION DU RISQUE DE LIQUIDITE PAR LE MULTIGERANT

QUESTIONS N°5 POSEES PAR LE DOCUMENT DE CONSULTATION

La réglementation mise en place par l'AMF en collaboration avec l'industrie vous paraît-elle suffisante pour assurer de façon satisfaisante la gestion du risque de liquidité ? Si non, quels seraient selon vous les aménagements à prévoir ?

Plus globalement, des aménagements en matière de procédures de souscriptions-rachats des parts d'OPCVM ARIA de fonds alternatifs vous paraissent-elles souhaitables ? Si oui, pour quelles raisons et de quelle manière ces aménagements doivent-ils être effectués ?

Une contribution relève que certains OPCVM ont recours à des emprunts d'espèces afin de faire face aux rachats. Or, ces besoins en liquidité vont parfois au delà des 10% prévus par la réglementation ou de la limite prévue par le prospectus dudit OPCVM.

Mais ce problème ne serait pas spécifique aux seuls fonds alternatifs car il tiendrait non seulement aux conditions de souscription/rachat mais également aux moyens mis en place par la société de gestion pour piloter la liquidité de l'OPCVM.

Pour le pilotage de la liquidité de l'OPCVM, il est donc suggéré que le programme d'activité de la société de gestion ou le dossier d'agrément de l'OPCVM doive, dès lors que la société de gestion intervient sur des marchés peu liquides, prévoir un mécanisme de pilotage de la liquidité de l'OPCVM afin de valider notamment l'adéquation du rythme des souscriptions/rachats. Cette procédure comprendrait notamment un ou plusieurs scénarii en cas de crise de liquidité qui s'inscrirait dans un cadre négocié au niveau de la Place. Ce cadre devrait prévoir :

les cas de blocage de règlement par le gestionnaire de passif et le dépositaire
la procédure de mise en œuvre de ces blocages.

En ce qui concerne les mécanismes de liquidités existants (préavis, ...), ces derniers font largement appel à une gestion manuelle des rachats engendrant des coûts supplémentaires et des risques opérationnels. Par ailleurs, l'ensemble des acteurs de la place sont aujourd'hui concernés : Euroclear, l'ensemble des teneurs de compte-conservateurs des porteurs, les gérants du passif de l'OPCVM.

L'introduction de nouveaux mécanismes de liquidités tels que le « gates » (cf. infra) devrait amplifier ces coûts et ces risques opérationnels. La contribution propose de piloter au niveau de la Place la mise en place de nouveau « process » afin d'améliorer la compétitivité et la sécurité de la Place de Paris.

La mise en place de mécanismes des « gates » a été très largement soutenue, y compris par l'Af2i. Le mécanisme des « gates » permet de suspendre les rachats sur un fonds à partir du moment où ceux-ci portent sur une portion de l'actif supérieure à un seuil prédéterminé. Ce mécanisme est perçu par les contributeurs comme participant au bon fonctionnement des marchés financiers et à la protection des investisseurs pour les raisons suivantes :

contrairement aux mécanismes actuels (préavis, frais de sortie élevés), les « gates » ne sont déclenchées qu'exceptionnellement ;

les « gates » permettent d'appliquer des conditions de rachat adaptées à une fraction des actifs sous-jacents, ce qui est favorable aux investisseurs qui veulent racheter leurs parts et qui ont la possibilité de le faire. En cas de survenance d'un événement exceptionnel, l'activation de la « gate » permet toujours de racheter jusqu'à une certaine portion de son ordre. La situation actuelle (sans « gates ») est davantage pénalisante car elle fait courir le risque d'une suspension totale des rachats. Ce dispositif permet d'éviter la suspension totale des rachats, évidemment particulièrement préjudiciable aux porteurs ;

les « gates » réduisent l'impact de rachats massifs sur la valorisation des fonds, ce qui est un avantage incontesté pour les investisseurs qui demeurent dans le fonds car celui-ci n'a pas à « brader » ses actifs.

Outre une rédaction adaptée dans le prospectus, l'activation des « gates » pourrait, selon les commentaires reçus, être déclarée à l'AMF. Toutes les raisons ayant conduit à cet événement devraient faire l'objet de justifications adéquates tant auprès du régulateur et du commissaire aux comptes que des porteurs de parts. Les conditions de rachat du reliquat en cas d'activation des « gates » seraient clairement indiquées ex ante dans le prospectus.

Une contribution a proposé des mécanismes alternatifs aux « gates » comme :

des préavis au rachat plus longs que ceux actuellement prévus,

des *lock-up* (soit via des *hard lock-up* (non négociables), soit via des *soft lock-up*, où l'investisseur désireux de racheter ses parts avant le délai prévu devra payer des frais supplémentaires de rachat).

Toutes ces techniques devraient permettre aux gérants de mieux contrôler son risque de liquidité, et in fine devraient permettre de protéger l'investisseur final. Mais c'est le mécanisme des « gates » qui a reçu le plus large assentiment.

Enfin, à la première question plus globale posée sur la gestion du risque de liquidité, une contribution relève une situation de distorsion de concurrence pénalisante pour les sociétés de gestion françaises. L'asymétrie de la liquidité entre les fonds sous-jacents et celle offerte aux investisseurs, empêche ou à tout le moins limite l'accès des OPCVM de fonds alternatifs aux « *hedge funds* » les plus performants. En effet, l'accès aux fonds et aux stratégies les plus performants est souvent assorti de clauses restrictives sur la liquidité. Certaines stratégies (comme l'« *asset based lending* » par exemple) sont par nature très peu liquides. A ce titre, en rendant obligatoire la valorisation sur une base mensuelle, le cadre actuel défavorise les fonds français. Il introduirait une situation de distorsion de concurrence au plan européen.

5. LA QUESTION DU CONTROLE DES DILIGENCES EFFECTUEES PAR LA SOCIETE DE GESTION

QUESTIONS N°6 POSEES PAR LE DOCUMENT DE CONSULTATION :

Le rôle et le champ de responsabilité assignés au dépositaire, au commissaire aux comptes ou au RCCI par la réglementation AMF en matière de multigestion alternative sont-ils pertinents ? Pourquoi ? Doivent-ils évoluer et si oui, de quelle manière ?

Pour ce qui est du contrôle du multigérant, existe-il d'autres entités dont le rôle et la responsabilité devraient être plus clairement définis ?

Cette question a appelé peu de commentaires, à l'exception d'une association qui a précisément décrit les trois fonctions essentielles du dépositaire : conservation, contrôles et établissement du passif.

Au titre de la conservation, elle suggère une clarification de l'activité de tenue de position. Il devait être envisagé une amélioration des procédures d'échanges d'informations entre la société de gestion et le dépositaire au moment du choix de teneur de registre des porteur par la société de gestion et un meilleur suivi par les sociétés de gestion des « equalization shares ».

Concernant les contrôles, il est indiqué qu'à ce jour, sur un certain nombre de contrôles, les dépositaires ne sont pas en mesure de réaliser des diligences indépendantes. Ainsi, les contrôles sur l'établissement de la valeur liquidative, les cascades de fonds ne peuvent que reposer sur une revue des procédures et des diligences effectuées par la société de gestion.

Concernant l'établissement du passif, il est recommandé qu'une meilleure définition du rôle et la responsabilité des acteurs, notamment pour ce qui concerne les « equalization shares ».

6. LES 13 CRITERES D'ELIGIBILITE DES FONDS SOUS-JACENTS DE DROIT ETRANGER

QUESTIONS N°7 POSEES PAR LE DOCUMENT DE CONSULTATION :

Parmi les critères d'éligibilité, des fonds sous-jacents, quels sont ceux dont vous estimez que l'**interprétation** mériterait d'être **clarifiée** ? Pourquoi et dans quel sens ?

Parmi les critères d'éligibilité des fonds sous-jacents, quels sont ceux dont vous estimez que le **contenu** mériterait d'être **amendé**, sans que le niveau de protection juridique de l'investisseur final n'en soit affecté ? Pourquoi et dans quel sens ?

D'autres critères devraient-ils être au contraire **ajoutés** ?

De façon plus générale, après trois ans d'expérience, quelle leçon tirez-vous de la pertinence de ces critères ? Ont-ils empêché le développement de certains produits qui auraient pu être appropriés à une diffusion à un public assez large ? Lesquels ?

L'édiction d'un certain nombre de critères détaillés est-elle la bonne voie d'encadrement des possibilités d'investissement dans les fonds-cibles, ou une approche fondée sur des principes plus généraux est-elle préférable ? Dans ce cas, quels sont les principes qu'il conviendrait de retenir ?

Quels sont les critères qui sont pertinents pour les OPCI de fonds de droit étranger ? Pourquoi ?

La question de la pertinence des 13 critères d'éligibilité des fonds sous-jacents exigés par la réglementation AMF a donné lieu à de nombreux commentaires. Ils sont critiqués en ce qui concerne leur formulation par le régulateur et les difficultés de leur interprétation et de mise en œuvre pratique. Les commentaires sont en revanche beaucoup plus nuancés s'agissant de leur pertinence intrinsèque.

Ainsi, l'AFG a-t-elle considéré que ces critères « gravés dans le marbre de la réglementation » par l'AMF ne sont pas toujours pertinents. Selon elle, c'est aux gérants et à leurs équipes de choisir les fonds dans lesquels ils comptent investir. L'AMF devrait plutôt se concentrer sur les moyens, humains et techniques, ainsi que sur l'organisation (indépendante) à mettre en place par les sociétés de gestion pour la sélection des fonds sous-jacents plutôt que sur la détermination de critères réglementaires d'éligibilité *a priori*.

L'AFG préconise donc plutôt une approche basée sur des principes dont les modalités de mise en œuvre seraient déterminées par chaque société de gestion de portefeuille en fonction de son organisation propre. Ces « *due diligence* » devraient être menées par une équipe (risk management, RCCI, déontologue etc...) qui pourrait disposer d'un réel droit de veto, formalisé par des procédures, sur les investissements envisagés ou réalisés.

De manière assez convergente avec l'approche préconisée par l'AFG, la FBF propose que le régulateur se concentre sur les moyens, humains et techniques, ainsi que sur l'organisation (indépendante) à mettre en place par les sociétés de gestion pour la sélection des fonds sous-jacents plutôt que sur la détermination de critères.

D'autres contributions ont souligné les lourdeurs administratives qu'engendre le respect par les fonds *off-shore* des 13 critères. Cette procédure très contraignante serait source de mauvaise réputation des fonds de fonds alternatifs français réputés trop procéduriers. Elle nuirait à la compétitivité des fonds de fonds français.

Une contribution propose une alternative pour surmonter une partie de ces difficultés, en suggérant l'élaboration d'un document (traduit en anglais) émanant de l'AMF qui pourrait être transmis aux fonds *off-shore* et qui expliciterait les 13 critères. Elle propose aussi la mise en œuvre d'un travail d'harmonisation des législations qui faciliterait l'examen comparatif des 13 critères. En effet, il lui semble qu'il existe un chevauchement entre les législations de l'AMF, de la FSA, de la SEC, etc. Aussi, si un fonds *off-shore* travaille avec un *prime broker*/conservateur soumis aux réglementations de la FSA, on pourrait alors considérer qu'il vérifie de fait les critères 5⁷⁷ et 6⁷⁸.

Une société de gestion de portefeuille estime enfin que l'ajout d'un principe relatif aux conditions de valorisation des fonds pourrait être envisagé.

Concernant les critères actuels, toutes les contributions reçues – à l'exception d'une seule - ont estimé qu'il convenait de modifier rapidement le critère n°7 et la clause de grand-père actuellement en vigueur pour les fonds de droit américain. L'impossibilité pour un gérant de réinvestir dans un fonds qu'il a en portefeuille reste aujourd'hui particulièrement difficile à comprendre. Il serait aussi opportun de clarifier la notion de régulateurs « reconnus » par l'AMF.

L'unique contribution qui estime qu'il faut garder le critère n°7 avance quatre types d'arguments : tout d'abord, il ne lui semble pas logique qu'un fonds régulé puisse être investi dans des fonds non régulés, ensuite, le critère n°7 lui paraît clair, en outre, l'obligation de régulation du gérant ou du conseiller en investissement constitue selon elle une réglementation minimale efficace. Enfin, les gérants situés en Europe sont tous réglementés. Aussi, la société de gestion de portefeuille qui souhaite conserver le critère n°7 propose de le maintenir intégralement en lui retirant toutefois son effet « couperet » par le biais du ratio poubelle (un seuil de 10% voire 20% des actifs est suggéré).

⁷⁷ Critère 5° : la conservation des actifs du fonds est assurée de façon distincte de celle des actifs propres du conservateur et de ses mandataires.

⁷⁸ Critère 6° : les actifs du fonds peuvent être réutilisés par le seul conservateur ou ses mandataires, et par toute personne détenant une créance sur l'OPCVM, créance née à l'occasion d'opérations de cession temporaire de titres ou d'une utilisation d'instruments financiers détenus par l'OPCVM ou d'une opération de garantie telle que mentionnée au troisième alinéa du I de l'article R. 214-12 du code monétaire et financier 3 lorsqu'elle est donnée par l'OPCVM, aux conditions cumulatives suivantes :
a) Cette réutilisation est soumise à un consentement explicite du fonds et à une information appropriée des porteurs ;
b) Le fonds dispose d'un droit de reprise à tout moment des instruments financiers utilisés ou d'instruments financiers équivalents.

Concernant ce même critère n°7⁷⁹, une société de gestion de portefeuille propose de permettre à un fonds de fonds alternatif d'investir jusqu'à 25% de son actif en fonds dont les gérants ne sont pas enregistrés auprès d'autorités de tutelle, étant précisé qu'aucune position dans l'un de ces fonds ne pourra représenter plus de 5 % de l'actif du fonds qui investit. .

Toutefois, les questions liées au respect des 13 critères par les gérants ont donné lieu à des jugements moins sévères que ceux évoqués précédemment. Certaines contributions ont ainsi estimé que les 13 critères de l'AMF constituaient des exigences élémentaires et nécessaires en matière de sélection de fonds. Ils n'introduiraient de situation défavorable pour les fonds de fonds français que dans une mesure qui demeure acceptable. Pour illustrer son propos, une société de gestion de portefeuille a ainsi indiqué que le pourcentage des fonds éligibles pour ses fonds de fonds de droit luxembourgeois était de 8,1% (alors que ces mêmes fonds cibles ne seraient pas éligibles dans le cadre juridique français sur le fondement notamment que les fonds désenregistrés auprès de la SEC ne sont pas éligibles en France).

Selon certaines contributions, plus de souplesse d'interprétation au niveau des critères n°4⁸⁰, 5 et 6 serait également la bienvenue. Certaines sociétés de gestion doivent systématiquement expliciter ces critères à des fonds *off-shore* qui comprennent rarement les problématiques de chacun des critères.

Enfin, l'AFTI estime que le contrôle de second niveau réalisé par le dépositaire en ce qui concerne le respect des 13 critères est véritablement tributaire de la qualité des diligences menées par les sociétés de gestion et de leur formalisation. Ainsi, pour le dépositaire, les critères 5 et 6 sont en général ceux qui posent le plus de difficulté à vérifier, car ils ne reposent pas sur une information disponible dans le prospectus mais sur des affirmations de respect de critères fournies par les sociétés de gestion des fonds cibles.

Les dépositaires constatent par ailleurs une grande disparité dans les méthodes et moyens mis en œuvre par les sociétés de gestion :

- certaines sociétés de gestion réalisent leurs diligences sur une partie des critères *a posteriori*, quitte à revendre leur position si ces critères ne sont pas remplis ;
- certaines autres sociétés de gestion demandent à l'OPC cible une lettre de confort garantissant que les 13 critères sont remplis.

Les diligences à effectuer par la société de gestion ne seront contrôlables par le dépositaire que si le cadre réglementaire est suffisamment précis. Il conviendrait donc de prévoir que la société de gestion ait l'obligation de transmettre ou de mettre à disposition du dépositaire le résultat de ses contrôles sur l'ensemble du process et sur requête du dépositaire, de transmettre le détail de ses contrôles.

7. POINTS DIVERS

QUESTIONS N° 8 POSEES PAR LE DOCUMENT DE CONSULTATION :

Quels sont les autres points de la réglementation française de multigestion alternative qui devraient faire l'objet d'un examen de la part de l'AMF et du Groupe de travail de Place ? Expliquez les raisons qui motivent votre demande.

Comment ces points complémentaires devraient-ils être abordés et, le cas échéant, être résolus par l'AMF et par le Groupe de travail de Place ?

⁷⁹ Critère 7°: « l'entité exerçant soit la gestion soit le conseil en investissement du fonds, est soumise au contrôle d'une autorité qui assure la régulation de ces activités et auprès de laquelle cette entité est enregistrée ».

⁸⁰ Critère n°4°: « la responsabilité de la conservation des actifs du fonds est confiée à une ou plusieurs sociétés, distinctes de la société de gestion de portefeuille, régulées à cet effet et identifiées dans le prospectus ».

L'AFG estime que les autorités de tutelle des investisseurs institutionnels devraient être davantage associées aux réflexions sur l'évaluation du cadre réglementaire français de la multigestion alternative.

Une société de gestion de portefeuille suggère que la période de lancement d'un OPCVM créé sous la forme d'un ARIA de fonds alternatif (3 ou 6 mois à titre d'exemple) soit accompagnée d'une tolérance en matière de respect du ratio de division des risques ou permette l'adoption d'un ratio plus souple au cours de cette période.

Annexe 6 :

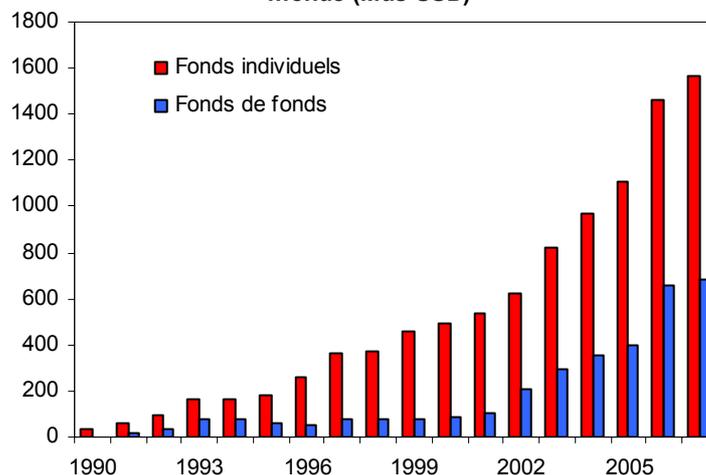
Un état des lieux des fonds ARIA

M. Teiletche et Mme Van Straelen

1 – L'industrie des « hedge funds » dans le monde

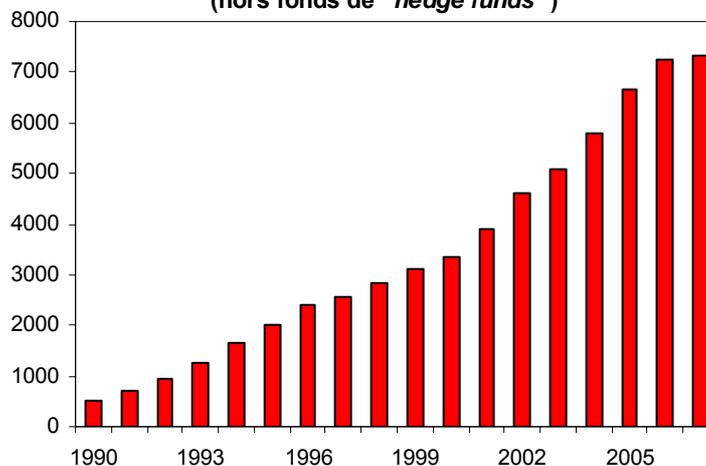
L'industrie des fonds alternatifs a connu une croissance exceptionnelle, avec une accélération à partir de l'éclatement de la bulle actions du début des années 2000. Il est estimé que les fonds alternatifs représentent aujourd'hui plus de 1 500 Milliards de dollars d'encours, avec un nombre de fonds supérieur à 8 000 (il s'agit ici des statistiques de la base de données HFR, certains avancent même le chiffre de 2 000 Milliards de dollars d'encours répartis sur plus de 10 000 fonds). Les « hedge funds » continuent de représenter une fraction mineure des actifs mondiaux (2 à 3%) même en tenant compte de l'effet de levier. Mais il s'agit incontestablement du segment le plus dynamique de la gestion d'actifs.

"Hedge funds" : actifs sous gestion à travers le monde (Mds USD)



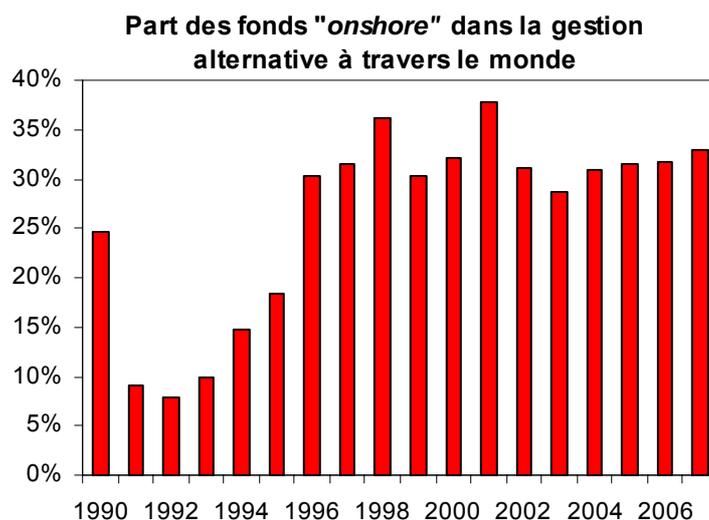
Source : HFR.

Nombre de fonds alternatifs à travers le monde (hors fonds de "hedge funds")



Source : HFR.

La gestion alternative a plusieurs caractéristiques en termes de véhicule d'investissement. D'une part, une fraction importante des fonds se situe en dehors de toute régulation classique avec une prédominance des fonds « *offshore* » (70% des fonds). D'autre part, les investisseurs ont fréquemment recours à des fonds de fonds dont les encours représentent environ 40% des « *hedge funds* ». En contrepartie d'une rémunération (fixe et variable), les fonds de fonds rendent de nombreux services à l'investisseur : fourniture d'une liquidité meilleure que les fonds sous-jacents, sélection de gérants et allocation entre stratégies, diminution du risque opérationnel face à des fonds non-régulés...



Source : HFR.

Du point de vue géographique, les fonds de gestion alternative demeurent principalement situés aux Etats-Unis. L'Europe connaît une forte croissance, tirée notamment, mais pas uniquement, par la place de Londres. Enfin, l'Asie, notamment via les fonds de « *Long/Short Equity* », connaît un attrait croissant.

Répartition des encours de « *hedge funds* » par pays (mi-2006)

| | Mds USD |
|-----------------|-------------|
| Etats-Unis | 870.0 |
| Royaume-Uni | 320.0 |
| Europe | 118 |
| Australie | 47 |
| Asie hors Japon | 34 |
| Suisse | 23 |
| Canada | 11 |
| Japon | 7 |
| TOTAL | 1450 |

Sources : IOSCO, OCDE.

En termes de stratégie, les fonds assis sur les actions, tant d'un point de vue directionnel (« *Long/Short* ») que sur le plan de l'arbitrage (« *Event-driven* »...), dominent largement l'industrie. Les fonds « *Global Macro* » et CTA (« *trend-followers* ») qui dominaient l'industrie au début des années quatre-vingt-dix ont un rôle plus marginal aujourd'hui.

Répartition des encours de « hedge funds » par stratégie (1^{er} trimestre 2007)

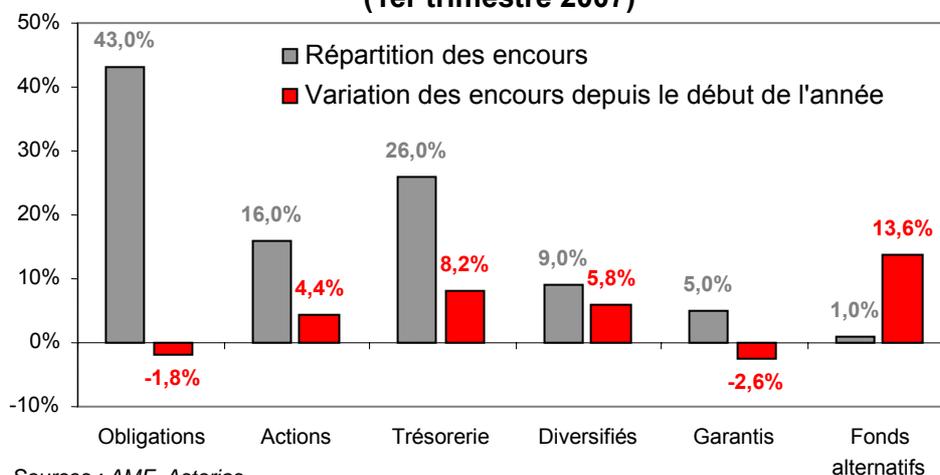
| Directionnel | | | |
|---------------------------|-----------------------------|--------------------------|-------|
| | <u>Directionnel actions</u> | <u>Autres</u> | |
| Equity hedge (Long/Short) | 28,2% | Macro / CTA | 11,2% |
| Equity non-hedge | 3,9% | Fixed income high yield | 1,6% |
| Emerging markets | 4,3% | | |
| Short selling | 0,3% | | |
| Sector | 5,1% | | |
| Arbitrage | | | |
| | <u>Situationnels</u> | <u>Autres</u> | |
| Event-driven | 13,3% | Relative value arbitrage | 13,0% |
| Distressed securities | 5,1% | Convertible arbitrage | 3,1% |
| Merger arbitrage | 1,5% | Equity market neutral | 2,4% |

Source : HFR

2 – Les fonds ARIA

La réglementation ARIA a été mise en place en 2003 afin de favoriser l'émergence de fonds alternatifs « onshore » de droit français. Selon les statistiques compilées par l'AMF et retraitées par Asterias, les fonds type ARIA représentaient 1% de l'encours des OPCVM en France au 1^{er} trimestre 2007. Si ce nombre demeure faible, il est intéressant de constater qu'il s'agit simultanément de la famille de fonds qui connaît le plus fort taux de croissance.

Répartition des OPCVM par classe de stratégie (1^{er} trimestre 2007)



Pour leurs deux-tiers, les fonds ARIA sont des fonds de multigestion purs, c'est-à-dire des fonds de fonds investis dans des fonds couvrant la plupart des stratégies. On trouve parallèlement des fonds moins diversifiés pour lesquels 40% au moins de l'encours est constitué d'une seule stratégie. Parmi ces fonds sectoriels qui sont au nombre de 41, 27 (65,9%) suivent la stratégie « Long/Short Equity », 8 font du « Fixed income arbitrage » (19,5%), 2 (4,9%) sont des CTA, les 4 fonds restant représentant quatre autres stratégies (« Global macro », « Emerging markets », « Equity market neutral », « Event-driven »). Enfin, environ 10% des fonds ARIA sont fortement « dilués » avec une composante monétaire supérieure à 40%.

Répartition de l'univers des OPCVM de fonds alternatifs à la fin du 1^{er} trimestre 2007

| | Nombre de fonds | Encours en milliards d'euros |
|---|-----------------|------------------------------|
| Multistratégie | 127 (63,8%) | 16,07 (69,7%) |
| Sectoriel (40% du fonds au moins est constitué d'une seule et même stratégie : « <i>Long/Short actions, Fixed income arbitrage...</i> ») | 41 (20,6%) | 3,72 (16,1%) |
| Monétaire (40% du fonds au moins est constitué de placements monétaires) | 19 (9,5%) | 3,08 (13,4%) |
| Hybride (Une partie significative du fonds est constitué de gérants traditionnels) | 10 (5,0%) | 0,93 (4,0%) |
| Tracker | 2 (1,0%) | 0,04 (0,2%) |
| Total | 199 (100,0%) | 23,04 (100,0%) |

Sources : AMF, Asterias.

Note : il y avait 260 OPCVM de fonds alternatifs mais Asterias évite la multiple comptabilisation liée aux diverses parts.

3 – Quels apports de la multigestion alternative aux portefeuilles des ménages ?

Une question importante concerne l'apport des fonds alternatifs dans un portefeuille composé d'actifs standard (actions, obligations). La difficulté est qu'étant peu régulés pour la plupart, les fonds alternatifs ne sont pas tenus de reporter leurs performances de façon régulière et homogène entre les fonds. Bien entendu, pour les fonds de réglementation ARIA, le problème ne se pose pas dans les mêmes termes mais le faible recul historique – la réglementation date du mois d'avril 2003 – limite l'exercice.

Pour avoir un aperçu plus global de ce qu'est susceptible d'apporter la multigestion aux épargnants français, on utilise par conséquent dans un premier temps un indice global. Dans un second temps, nous présentons un indice similaire pour la classe ARIA. Avant cela, nous débutons par une série de remarques et de mises en garde importantes concernant la mesure des performances des « hedge funds ».

3.1. Quelques remarques liminaires sur la mesure des performances des « hedge funds »

Traditionnellement, on répond à la question de l'apport d'une classe d'actifs à un portefeuille en analysant diverses statistiques simples : (i) la moyenne des rendements ; (ii) leur risque mesuré via la volatilité (i.e. l'écart-type) ; (iii) la corrélation des rendements des différents actifs. Un actif financier agira dans le sens d'une amélioration du profil de performance du portefeuille si pour un même niveau de risque, il permet d'accroître le rendement moyen du portefeuille ou si pour un même niveau de rendement moyen, il permet de réduire le risque du portefeuille. De façon générale, une telle amélioration sera obtenue en incorporant des actifs dont le ratio de Sharpe, i.e. la rémunération unitaire du risque⁸¹, sera élevé et la corrélation avec les autres actifs faible.

Dans le cas de la gestion alternative et plus particulièrement des « hedge funds », plusieurs problèmes se posent dans cette perspective du fait de caractéristiques spécifiques présentées par les rendements de « hedge funds » qui rendent délicate l'application du cadre classique décrit ci-dessus⁸².

⁸¹ Le ratio de Sharpe est le ratio de mesure de la performance ajustée du risque le plus usité. En pratique, le ratio de Sharpe est calculé comme le rapport entre le rendement moyen de l'actif en excès du taux sans risque et l'écart-type des rendements.

⁸² Voir pour des analyses récentes, Fung W., Hsieh D., 2006, Hedge Funds: An Industry in Its Adolescence, Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review, 4^e trimestre; Lhabitant F.-S., 2006, Hedge funds: Quantitative Insights, Wiley Finance ; Lo A., 2006, The Dynamics of the Hedge Fund Industry, CFA Digest.

Un premier problème est que les indices de performance des « *hedge funds* » présentent différents biais. Parmi les biais les plus fréquemment avancés pour les indices de fonds individuels, on trouve : (i) le biais de sélection : les fonds ne se déclarent que sur la base du volontariat et il est probable qu'ils soient plus incités à le faire si leurs performances sont bonnes ; (ii) le biais de survie : un fonds qui disparaît cesse de reporter et n'affecte donc plus l'indice ; (iii) le biais d'incubation : les fonds décident de reporter à une base de données uniquement lorsqu'ils ont accumulé suffisamment d'historique de performance mais ils ne le feront que si le fonds survit et donc, probablement, qu'il est performant. Le consensus académique est que ces biais s'élèvent entre 2% et 4% par an. Une façon simple de les corriger est d'utiliser des indices de fonds de fonds puisque les fonds de fonds intègrent nécessairement dans leurs performances les disparitions des fonds dans lesquels ils sont investis alors qu'ils sont eux-mêmes sujets à une mortalité faible de sorte qu'ils apparaissent durablement dans les bases de données. En moyenne depuis 1990, l'indice fonds de fonds de HFR (HFR FOF) a sous-performé de près de 4% par an l'indice agrégé des fonds individuels⁸³.

Une problématique d'ordre différent concerne la difficulté de valorisation de certaines positions, lorsqu'elles prennent place dans des actifs illiquides. Il peut en résulter un lissage involontaire dont les implications sont potentiellement importantes : s'il n'affecte pas nécessairement l'espérance de rendement, il conduit à une sous-évaluation de la volatilité du fonds et de sa corrélation avec les actifs liquides et les autres actifs illiquides. Ce problème, bien connu pour d'autres actifs alternatifs tels le « *private equity* » ou l'immobilier, semble affecter significativement certaines stratégies de « *hedge funds* », notamment dans le domaine des marchés de taux au sens large (« *arbitrage de convertible* », « *Distressed* », « *high yield* », « *Mortgage-Backed Securities* », dérivés de crédit...). Au niveau global de l'industrie, il est probablement toutefois moins important car d'autres stratégies se concentrent sur des actifs à contrario très liquides (« *Global Macro* », « *CTA* », « *Long/Short Equities* »...).

Enfin, il est généralement admis que les mesures traditionnelles du type ratio de Sharpe sont inadaptées pour de nombreuses stratégies de « *hedge funds* ». En particulier, en étant assises sur la volatilité, de telles mesures rendent compte de façon très imparfaite de la nature non-standard du risque, l'écart-type ne permettant pas d'évaluer précisément le risque de perte extrême⁸⁴. Ainsi, la littérature académique a identifié que de nombreuses stratégies de « *hedge funds* » présentaient des distributions de rendement très particulières qui mélangent une forte proportion de petits rendements positifs avec quelques occurrences très rares de pertes très importantes. En termes statistiques, de telles distributions sont donc asymétriques et leptokurtiques, de sorte que l'écart-type, qui suffit à caractériser le risque dans un monde gaussien, est ici inadapté et qu'il est préférable de lui substituer des mesures plus directes du risque extrême. Plusieurs études académiques ont ainsi identifié que la prise en compte de leur impact sur l'asymétrie et les queues de distribution (mouvements extrêmes) pouvait conduire à réduire l'intérêt pour l'introduction de « *hedge funds* » dans un portefeuille traditionnel⁸⁵. Sur un plan économique et financier, de telles distributions de rendements sont rationalisées en considérant que certaines stratégies de « *hedge funds* » ont des comportements assimilables à des positions optionnelles sur le marché de référence et qu'il s'agit du reflet de la gestion très dynamique des positions.

Au final, il ressort de cette section que l'analyse de la performance des « *hedge funds* » est rendue délicate du fait des biais affectant les mesures des rendements et l'évaluation de leur risque véritable. Dès lors, il convient d'être prudent dans l'interprétation des études statistiques les concernant, notamment lorsqu'il s'agit de comparaisons avec des actifs plus traditionnels. A minima, la prudence recommande de se concentrer au niveau d'indicateurs suffisamment diversifiés en termes de stratégies.

⁸³ Il convient toutefois de noter que cette différence recouvre également la couche de frais supplémentaires induits par les fonds de fonds.

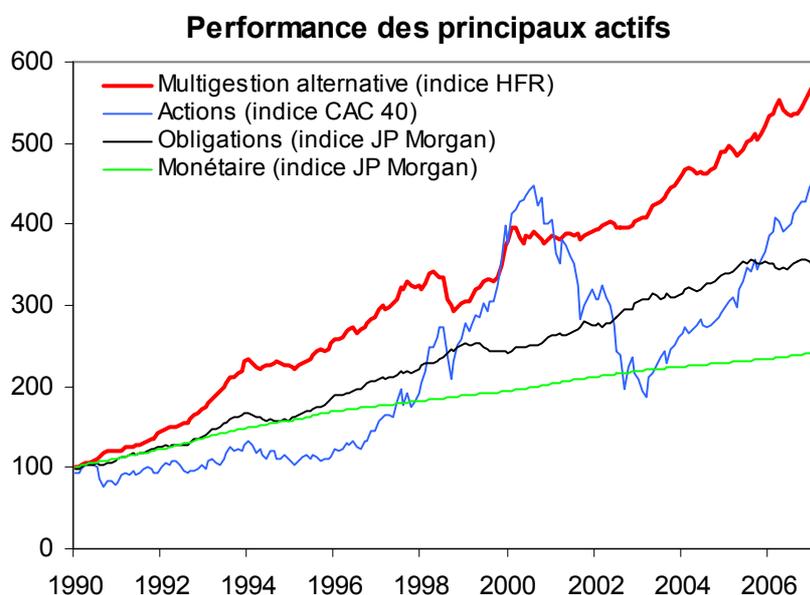
⁸⁴ Il est important de comprendre que ce risque extrême correspond à un risque de marché, par opposition au risque extrême lié aux faillites opérationnelles des fonds que l'on retrouve surtout dans les biais décrits précédemment type biais du survivant qui affecte la moyenne.

⁸⁵ Voir parmi d'autres Kat H, Amin, G., 2003, Stocks, Bonds and Hedge Funds: Not a Free Lunch!, *Journal of Portfolio Management*.

3.2. Quels apports de la multigestion dans un portefeuille diversifié ? Le cas d'un indice global de « *hedge funds* »

Afin de disposer d'un recul historique important, nous retenons dans un premier temps un indice de fonds de fonds global. Plus exactement, nous utilisons l'indice fonds de fonds de HFR, que nous ajustons pour tenir compte de la couverture du risque de change du dollar – dans lequel est libellé originellement l'indice – vers l'euro. Pour rendre compte des autres investissements de l'épargnant français, nous choisissons l'indice CAC 40 pour les actions et les indices JP Morgan pour les placements obligataires gouvernementaux et les placements monétaires. Tous ces indices sont observés selon un pas mensuel et il s'agit d'indices de performance totale (i.e. avec coupons ou dividendes).

Le graphique suivant montre que sur le strict plan du rendement, la multigestion alternative semble avoir surperformé les autres classes d'actifs. Au final, avec un rendement moyen légèrement supérieur à 10% (10,4%), la performance annuelle typique des fonds de multigestion alternative est équivalente à celle observée sur les actions (10,6%), assez nettement supérieure à celle des obligations (qui se situe aux alentours de 7,5%) et équivalente au double de la rémunération d'un placement monétaire (5,2%).

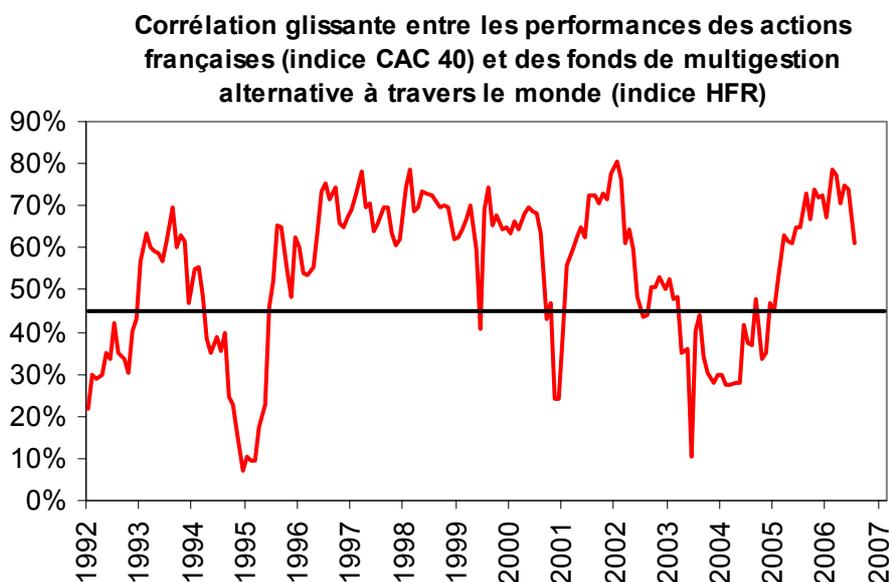


L'impression visuelle semble de plus indiquer qu'en comparaison des actions, le risque associé à la multigestion alternative semble nettement plus faible, avec une dispersion bien moindre de la trajectoire⁸⁶. Sur la période 1990-2007, la volatilité brute des rendements ressort ainsi à 5,6% par an contre 19,3% pour les actions, 4,0% pour les obligations et 0,9% pour le monétaire. La confrontation des statistiques de rendement et de risque a ainsi fait dire à une partie de la profession que « les « *hedge funds* » possèdent le rendement d'une action avec le risque d'une obligation ». Dans ce cadre, un placement alternatif dominerait incontestablement ces deux placements traditionnels.

En termes de corrélation, les fonds de fonds alternatifs apparaissent principalement corrélés aux actions (corrélation des rendements mensuels égale à 45%) et beaucoup plus modestement avec l'obligataire (15%) et le monétaire (25%). Si la corrélation avec les actions demeure modérée, une caractéristique importante est sa forte variabilité dans le temps. Ainsi, la corrélation a baissé en 2000-2002 au moment de la forte baisse des actions avant de remonter à partir de 2003 au moment du

⁸⁶ C'est cette plus faible dispersion qui explique, via l'effet de capitalisation, qu'en dépit de rendements moyens équivalents aux actions, l'indice de multigestion alternative affiche une richesse cumulée plus importante en fin de période.

rebond des actions. Cette capacité des fonds alternatifs à moduler judicieusement leur exposition au marché est connue sous le terme de « *beta alternatif* ».



Même en omettant que la représentativité des indices de « *hedge funds* » au début des années quatre-vingt-dix est fortement sujette à caution, les résultats précédents apparaissent discutables, compte tenu de la mauvaise appréhension du risque via des mesures tel l'écart-type pour des actifs peu liquides et caractérisés par des distributions non-gaussiennes.

Pour tenir compte de ces éléments, nous corrigeons la série des rendements du lissage implicite tel qu'on peut l'identifier via leur structure autocorrélative⁸⁷ et nous utilisons une mesure plus focalisée sur le risque extrême via la CVaR⁸⁸. La correction pour le lissage conduit à réévaluer à la hausse la volatilité estimée des rendements des « *hedge funds* » (de 5,6% précédemment à 8,1%), la corrélation entre actions et « *hedge funds* » (de 45% à 60%) et l'ampleur des pertes extrêmes (la CVaR à 95% passe de 2,8% à 4,4%).

A partir de cet ensemble de statistiques, on peut évaluer l'apport global de l'introduction de la multigestion alternative dans le portefeuille par un exercice simple. On suppose qu'un investisseur a au départ un portefeuille équilibré entre actions, obligations et monétaire, ce qui correspond approximativement à la répartition des OPCVM au sein de la zone euro. On incorpore progressivement des fonds de multigestion alternative de 0% à 20% de l'encours total du portefeuille (le reste demeure équilibré entre les trois actifs standard).

⁸⁷ L'idée sous-jacente est que si les rendements sont fortement autocorrélés (en d'autres termes, que les rendements d'un mois donné sont en forte relation avec ceux des périodes passées), cela peut être interprété comme l'évidence d'un fort lissage car, naturellement, les rendements devraient être peu autocorrélés temporellement sous peine d'être arbitrés (hypothèse d'efficience des marchés). Voir Getmansky M., Lo A., Makarov I., 2005, An Econometric Analysis of Serial Correlation and Illiquidity in Hedge-Fund Returns, *Journal of Financial Economics*.

⁸⁸ La CVaR (Conditional VaR) correspond approximativement à la moyenne des pertes extrêmes. Le seuil déterminant lorsqu'une perte est considérée comme extrême est fixé par la VaR (Value-at-Risk). Si cette dernière est connue plus largement, elle présente de nombreuses limites vis-à-vis de la CVaR et notamment le fait qu'elle ne respecte pas nécessairement un principe de base en finance, à savoir la sous-additivité des risques liée à l'effet de diversification. Nous retenons une CVaR empirique au seuil de confiance de 95%. Pour une présentation très détaillée des indicateurs de risque pertinents dans le cadre de la gestion alternative, voir Amenc N., Malaise P., Vaissié M., 2005, Edhec Funds of Hedge Funds Reporting Survey: A Return-Based Approach to Funds of Hedge Funds Reporting, Edhec Risk and Asset Management Research Centre Publication.

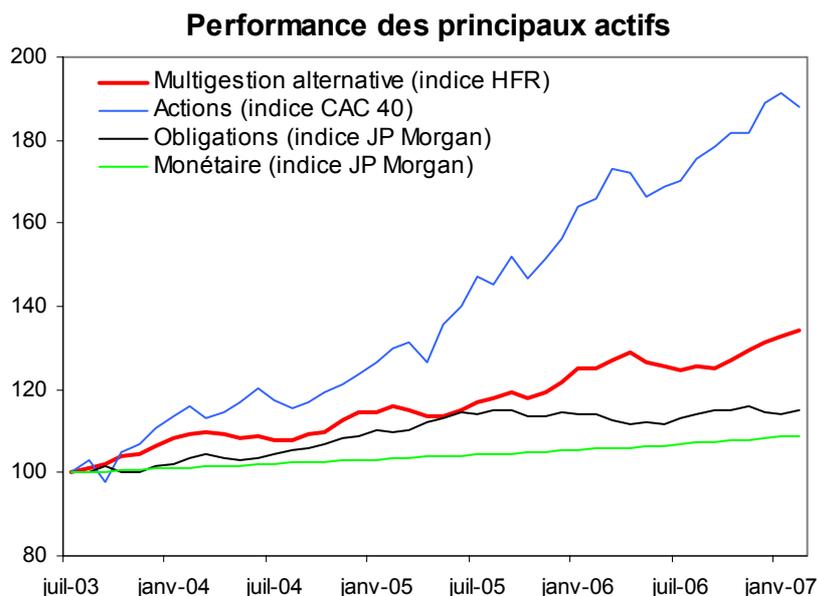
L'incorporation des fonds alternatifs améliore significativement la performance du portefeuille global, puisque non seulement le rendement moyen s'améliore mais le risque diminue simultanément du fait de l'effet de diversification. Par conséquent, le profil rendement/risque est très largement amélioré comme en atteste l'augmentation progressive du ratio de Sharpe mais également du ratio de Sharpe modifié (dans lequel le risque est appréhendé via la CVaR).

Introduction de fonds de multigestion alternative globaux et profil rendement/risque des portefeuilles

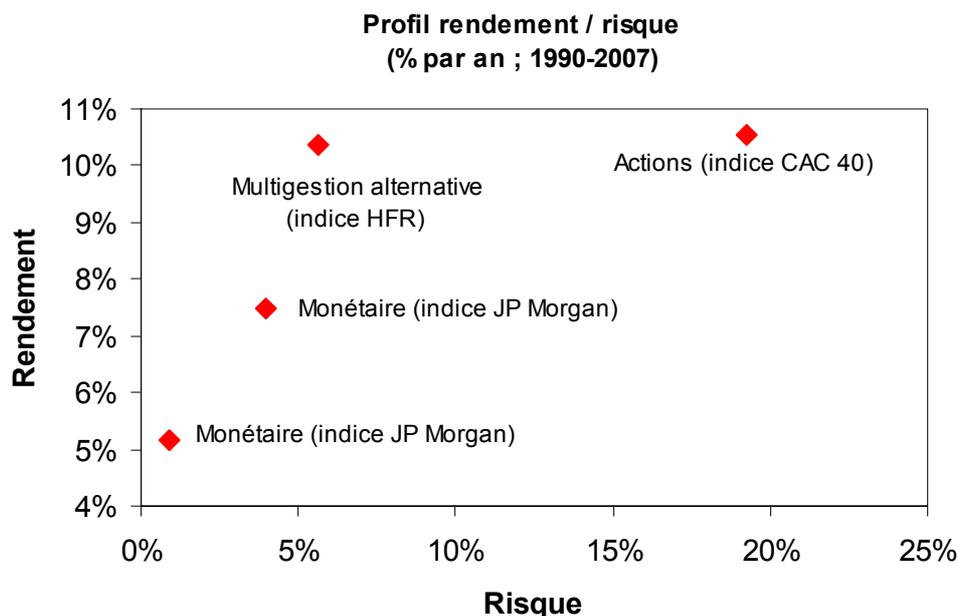
| Obligations | Monétaire | Actions | Multigestion alternative | Rendement moyen | Volatilité | Ratio de Sharpe | CVaR | Ratio de Sharpe modifié |
|-------------|-----------|---------|--------------------------|-----------------|------------|-----------------|-------|-------------------------|
| 33.3% | 33.3% | 33.3% | 0.0% | 7.73% | 6.74% | 0.38 | 3.79% | 0.68 |
| 33.0% | 33.0% | 33.0% | 1.0% | 7.76% | 6.72% | 0.39 | 3.77% | 0.69 |
| 32.7% | 32.7% | 32.7% | 2.0% | 7.79% | 6.71% | 0.39 | 3.75% | 0.70 |
| 32.3% | 32.3% | 32.3% | 3.0% | 7.81% | 6.69% | 0.40 | 3.73% | 0.71 |
| 32.0% | 32.0% | 32.0% | 4.0% | 7.84% | 6.68% | 0.40 | 3.72% | 0.72 |
| 31.7% | 31.7% | 31.7% | 5.0% | 7.87% | 6.66% | 0.41 | 3.70% | 0.73 |
| 31.3% | 31.3% | 31.3% | 6.0% | 7.89% | 6.65% | 0.41 | 3.68% | 0.74 |
| 31.0% | 31.0% | 31.0% | 7.0% | 7.92% | 6.63% | 0.42 | 3.66% | 0.75 |
| 30.7% | 30.7% | 30.7% | 8.0% | 7.95% | 6.62% | 0.42 | 3.65% | 0.76 |
| 30.3% | 30.3% | 30.3% | 9.0% | 7.97% | 6.61% | 0.42 | 3.63% | 0.77 |
| 30.0% | 30.0% | 30.0% | 10.0% | 8.00% | 6.59% | 0.43 | 3.61% | 0.78 |
| 29.7% | 29.7% | 29.7% | 11.0% | 8.03% | 6.58% | 0.43 | 3.60% | 0.80 |
| 29.3% | 29.3% | 29.3% | 12.0% | 8.05% | 6.57% | 0.44 | 3.58% | 0.81 |
| 29.0% | 29.0% | 29.0% | 13.0% | 8.08% | 6.56% | 0.44 | 3.56% | 0.82 |
| 28.7% | 28.7% | 28.7% | 14.0% | 8.11% | 6.55% | 0.45 | 3.55% | 0.83 |
| 28.3% | 28.3% | 28.3% | 15.0% | 8.13% | 6.54% | 0.45 | 3.53% | 0.84 |
| 28.0% | 28.0% | 28.0% | 16.0% | 8.16% | 6.54% | 0.46 | 3.51% | 0.85 |
| 27.7% | 27.7% | 27.7% | 17.0% | 8.19% | 6.53% | 0.46 | 3.49% | 0.86 |
| 27.3% | 27.3% | 27.3% | 18.0% | 8.21% | 6.52% | 0.47 | 3.48% | 0.88 |
| 27.0% | 27.0% | 27.0% | 19.0% | 8.24% | 6.52% | 0.47 | 3.46% | 0.89 |
| 26.7% | 26.7% | 26.7% | 20.0% | 8.26% | 6.51% | 0.48 | 3.45% | 0.90 |

3.3. Quels apports de la multigestion dans un portefeuille diversifié ? Le cas plus spécifique des fonds ARIA III

On peut chercher à mener un exercice similaire avec les fonds ARIA III. Dans ce cas toutefois, l'exercice est limité à une période de temps plus courte, en l'occurrence depuis août 2003. Certains des fonds existaient antérieurement mais nous préférons nous limiter à la période d'application de la réglementation. Nous avons constitué un indice des fonds ARIA III. Plus exactement, nous retenons tous les fonds ARIA III dont l'encours est supérieur à 20 Mns EUR puis nous calculons une moyenne équipondérée de leurs performances. L'indice est ensuite chaîné mensuellement. Les fonds de multigestion ARIA (ARIA III) ont connu une progression régulière sur l'ensemble de la période.



Nous appliquons la même méthodologie que précédemment⁸⁹. En termes de profil rendement/risque, la multigestion alternative continue de nettement dominer les obligations. Vis-à-vis des actions, la question est plus complexe car les actions ont connu une phase de progression exceptionnelle.



Ceci implique notamment que toute diminution – même minime – des actions dans le portefeuille conduit à une baisse du rendement moyen. Par contre, l'introduction des fonds de fonds alternatifs permet de diminuer globalement le risque. Au final, le profil rendement/risque du portefeuille est amélioré, comme en atteste la progression des ratios de Sharpe classique et modifié (via la CVaR). Il est toutefois intéressant de constater que dans le cas du ratio de Sharpe modifié, un point d'inflexion se dessine et l'amélioration du rapport rendement/risque n'est plus constatée passé un certain seuil d'introduction des fonds de multigestion alternative. Ceci suggère que la prise en compte plus directe

⁸⁹ Notons que nous n'avons pu ici dégager de comportement de lissage significatif. Ce résultat peut toutefois être imputable à la taille limitée de l'échantillon.

du risque extrême, si elle ne remet pas en cause l'intérêt pour les « *hedge funds* », tempère le constat basé sur des mesures plus traditionnelles telles l'écart-type. Compte tenu de la taille limitée et des particularités de l'échantillon, on se gardera toutefois de tirer des conclusions trop définitives concernant les fonds concernés.

**Introduction de fonds de multigestion alternative globaux
et profil rendement/risque des portefeuilles**

| Obligations | Monétaire | Actions | Multigestion alternative | Rendement moyen | Volatilité | Ratio de Sharpe | CVaR 95% | Ratio de Sharpe modifié |
|-------------|-----------|---------|--------------------------|-----------------|------------|-----------------|----------|-------------------------|
| 33.33% | 33.33% | 33.33% | 0% | 8.26% | 3.54% | 1.66 | 1.34% | 4.36 |
| 33.00% | 33.00% | 33.00% | 1% | 8.24% | 3.51% | 1.66 | 1.33% | 4.37 |
| 32.67% | 32.67% | 32.67% | 2% | 8.21% | 3.49% | 1.67 | 1.33% | 4.38 |
| 32.33% | 32.33% | 32.33% | 3% | 8.19% | 3.47% | 1.67 | 1.32% | 4.39 |
| 32.00% | 32.00% | 32.00% | 4% | 8.16% | 3.44% | 1.67 | 1.31% | 4.40 |
| 31.67% | 31.67% | 31.67% | 5% | 8.14% | 3.42% | 1.68 | 1.30% | 4.42 |
| 31.33% | 31.33% | 31.33% | 6% | 8.12% | 3.40% | 1.68 | 1.29% | 4.43 |
| 31.00% | 31.00% | 31.00% | 7% | 8.09% | 3.38% | 1.69 | 1.28% | 4.44 |
| 30.67% | 30.67% | 30.67% | 8% | 8.07% | 3.35% | 1.69 | 1.27% | 4.45 |
| 30.33% | 30.33% | 30.33% | 9% | 8.05% | 3.33% | 1.69 | 1.26% | 4.46 |
| 30.00% | 30.00% | 30.00% | 10% | 8.02% | 3.31% | 1.70 | 1.26% | 4.48 |
| 29.67% | 29.67% | 29.67% | 11% | 8.00% | 3.29% | 1.70 | 1.25% | 4.49 |
| 29.33% | 29.33% | 29.33% | 12% | 7.98% | 3.27% | 1.70 | 1.24% | 4.48 |
| 29.00% | 29.00% | 29.00% | 13% | 7.95% | 3.25% | 1.71 | 1.25% | 4.45 |
| 28.67% | 28.67% | 28.67% | 14% | 7.93% | 3.23% | 1.71 | 1.25% | 4.41 |
| 28.33% | 28.33% | 28.33% | 15% | 7.90% | 3.21% | 1.71 | 1.26% | 4.38 |
| 28.00% | 28.00% | 28.00% | 16% | 7.88% | 3.19% | 1.72 | 1.26% | 4.35 |
| 27.67% | 27.67% | 27.67% | 17% | 7.86% | 3.17% | 1.72 | 1.26% | 4.31 |
| 27.33% | 27.33% | 27.33% | 18% | 7.83% | 3.15% | 1.72 | 1.27% | 4.28 |
| 27.00% | 27.00% | 27.00% | 19% | 7.81% | 3.13% | 1.73 | 1.27% | 4.25 |
| 26.67% | 26.67% | 26.67% | 20% | 7.79% | 3.11% | 1.73 | 1.28% | 4.21 |

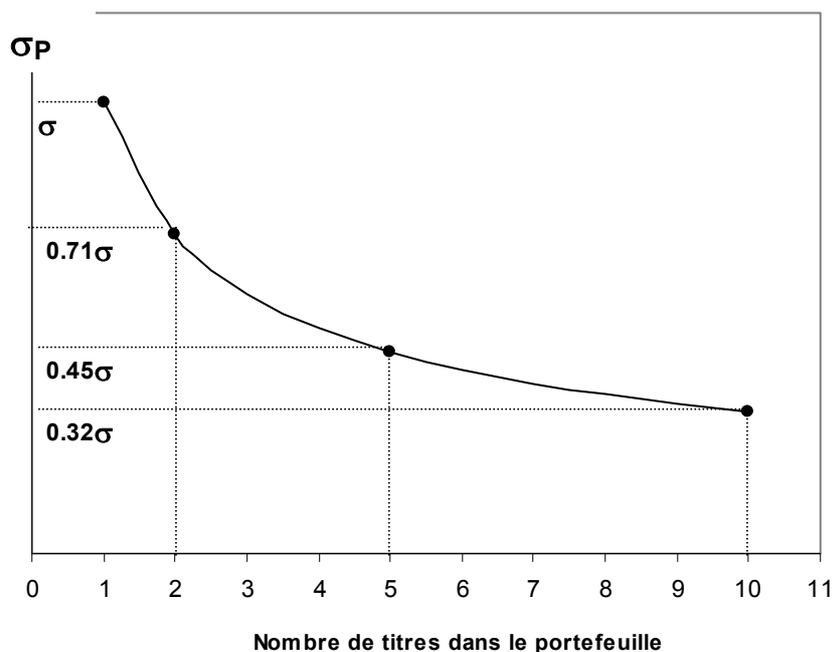
Annexe 7 :
« Hedge funds » et diversification de portefeuille
Olivier Davanne et Jérôme Teïletche

1 – Rappels basiques sur la diversification

Le principe de diversification constitue l'un des principes fondateurs en finance. Il exprime une forme de « repas gratuit » offert à l'investisseur : celui-ci a l'opportunité de diminuer le risque de son investissement par la simple accumulation des actifs sous-jacents sans pour autant voir son rendement espéré diminuer.

Dans le cas où les actifs sous-jacents sont totalement décorrélés, la diversification peut même faire totalement disparaître le risque. Avec 10 titres équipondérés (selon une approche dite « naïve » de la diversification), le risque est alors réduit de plus des 2/3 (voir graphique). Avec 100 titres décorrélés équipondérés, il ne subsiste qu'un dixième du risque associé à l'investissement dans un titre unique.

**Une illustration de l'effet de diversification
(cas d'actifs décorrélés et de même risque individuel)**



Mais les actifs ne sont jamais totalement décorrélés et il existe des facteurs communs et un risque de marché incompressible qui ne peut pas être supprimé par la diversification. Il y a un repas gratuit, mais pas de miracle : seul le risque spécifique aux différents titres est soluble dans la diversification...

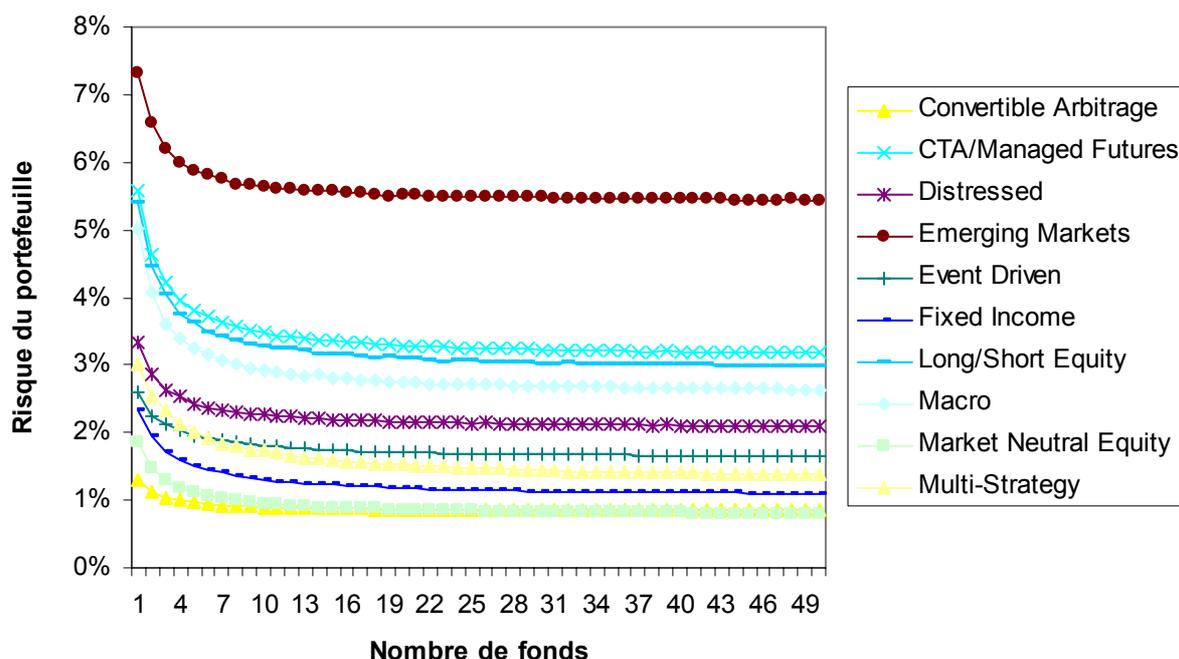
Sur le marché des actions, une question centrale depuis les années 60 a été celle du nombre de titres nécessaires pour obtenir l'essentiel, disons plus des 3/4, du bénéfice de la diversification en termes de réduction du risque spécifique du portefeuille. Il s'agit d'une question de nature empirique qui dépend crucialement des corrélations entre les différentes actions. On estime généralement qu'il faut environ une vingtaine de titres pour atteindre un haut niveau de diversification bien que l'on observe une grande hétérogénéité des résultats.

2 – Les applications aux « hedge funds »

Récemment, des travaux empiriques se sont attaqués à la question des bénéfices de la « diversification naïve » (i.e. par équipondération des titres) dans le cas spécifique des « hedge funds » (Billingsley et Chance (1996), Henker (1998), Lhabitant et Learned (2002), Schneeweiss, Kazemi et Karavas (2003)).

On procède de la façon suivante : (i) à partir d'un panel de fonds, on tire au hasard un nombre prédéfini de fonds et on calcule le risque du portefeuille ; (ii) ce calcul est réétabli un certain nombre de fois (appelées les simulations) et l'on reporte in fine la moyenne des risques des portefeuilles simulés. La conclusion globale est que pour diversifier de façon satisfaisante un portefeuille de « hedge funds », un peu moins d'une dizaine de fonds équipondérés est suffisant.

Le graphique ci-dessous illustre ce résultat⁹⁰ : **si l'on a pour objectif de réduire 75% du risque total d'un titre caractéristique, 7 fonds semblent nécessaire en moyenne sur les stratégies. Avec 10 fonds, on arrive en moyenne à une réduction de 85% du risque total. Ces chiffres confirment les résultats obtenus dans la littérature mais ils doivent bien être bien compris comme une réduction relative du risque (c'est-à-dire l'écart de risque entre le risque typique d'un fonds pris isolément et le risque non-diversifiable sur un portefeuille constitué de tous les fonds) et non pas une réduction dans l'absolu.**

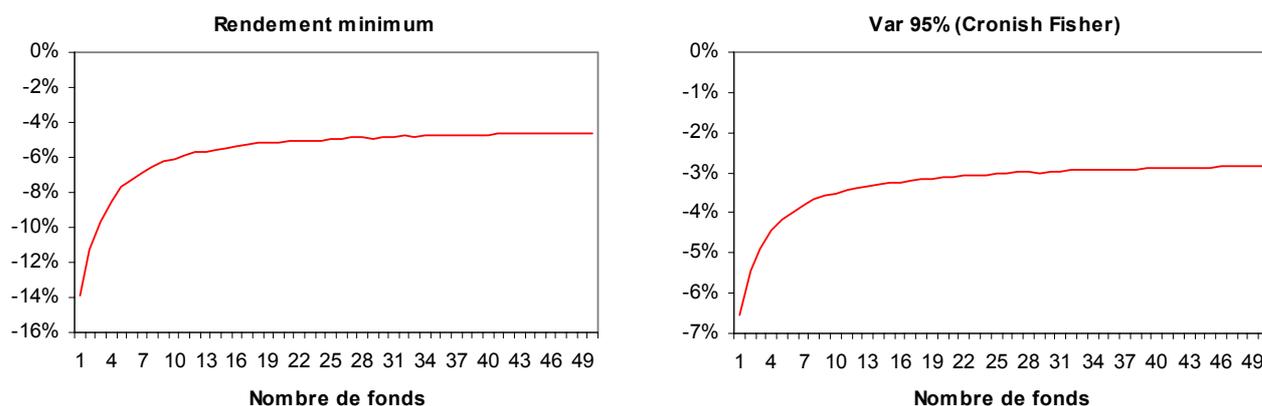


Note de lectures : calculs basés sur la période 1996-2005 pour un ensemble de 526 fonds et 5 000 simulations.

Il est reconnu que les rendements des « hedge funds », ou en tout cas ceux d'un grand nombre de stratégies, ont des caractéristiques anormales : les distributions sont asymétriques et leptokurtiques. Dans ce contexte, l'écart-type n'est peut-être pas la mesure de risque la plus adaptée et l'on peut substituer d'autres mesures type Value-at-Risk ou rendement historique minimum mesurant la probabilité de risques extrêmes. Là aussi, il apparaît que 7 à 10 fonds permettent de réduire fortement

⁹⁰ Comme un test de robustesse des résultats établis dans la littérature, tous les calculs présentés ici ont été réalisés de façon exclusive pour cette note. Ils sont basés sur un échantillon de 526 fonds issus d'un regroupement de bases de données. Il y a près de 5 000 fonds lors de l'extraction initiale. Nous procédons à différents filtres : (i) suppression des doublons ; (ii) suppression des fonds de fonds ; (iii) on ne conserve que les fonds qui disposent d'au moins 100 mois de rendements publiés (certains ne reportent toutefois pas lors des dernières dates). Les données sont observées de 1996 à 2005.

le risque spécifique et de rapprocher le risque du portefeuille de celui d'un portefeuille parfaitement diversifié de « *hedge funds* ».

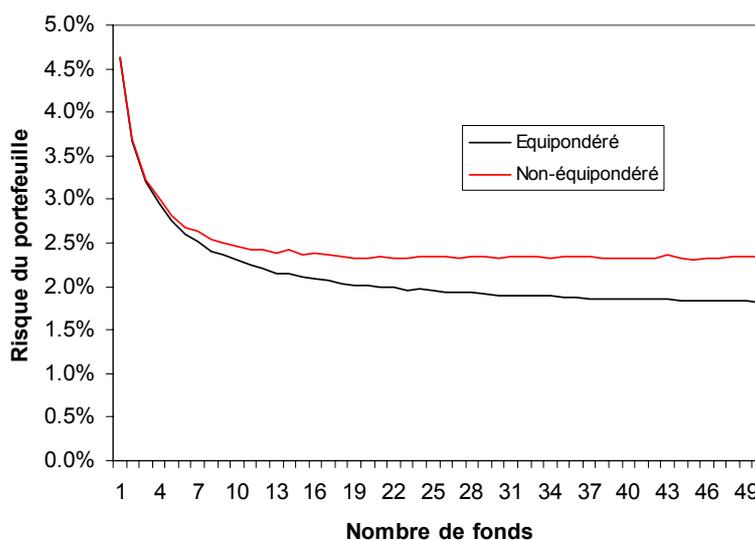


Note de lectures : calculs basés sur la période 1996-2005 pour un ensemble de 526 fonds et 5 000 simulations.

Une limite importante des simulations qui précèdent, comme celles mentionnées dans la littérature académique, **est qu'elles sous-estiment probablement les risques de défaillance des « *hedge funds* »**, notamment pour certaines stratégies, compte-tenu du biais de survie qui entache beaucoup de bases de données de « *hedge funds* ». En d'autres termes, on ne se focalise que sur une notion de risque de marché alors que le risque opérationnel est primordial pour cette industrie.

Par ailleurs, dans le même esprit, les estimations précédentes supposaient une diversification par des investissements équipondérés. Or, ce n'est pas une représentation réaliste. En effet, à mesure que les NAV évoluent, les poids relatifs des fonds se déforment. Afin de rétablir l'équipondération, il est donc nécessaire très régulièrement de baisser l'allocation des fonds qui ont le plus performé et d'accroître l'allocation de ceux qui ont le moins performé. Compte tenu de la faible liquidité qui caractérise la plupart des « *hedge funds* », ceci n'est pas réaliste, que l'investisseur investisse en direct ou passe par l'intermédiaire de fonds de fonds.

Le graphique ci-dessous illustre **qu'avec une structure non-équipondérée, il est nécessaire de recourir à un plus grand nombre de fonds afin d'obtenir une réduction similaire du risque du portefeuille.**



Note de lectures : calculs basés sur la période 1996-2005 pour un ensemble de 526 fonds et 5 000 simulations. La structure non-équipondérée est obtenue en supposant que lorsqu'on les classe par taille décroissante, le $i^{\text{ième}}$ fonds a un poids 20% inférieur au fonds qui le précède dans le classement. Par exemple, pour 3 fonds, le plus grand représente 41%, le second 33% et le dernier 26%.

Enfin, une dernière limite du cadre précédent est qu'il suppose qu'il existe implicitement un facteur de risque commun unique autour duquel gravitent des risques individuels qu'on peut diversifier par agrégation. L'unicité du facteur commun est déjà contestée dans le cas des marchés actions⁹¹. Mais le problème est probablement plus grand encore dans le monde des « *hedge funds* » caractérisé par des stratégies extrêmement hétérogènes qui se traduisent par des positions dans de nombreuses classes d'actifs (actions, obligations, change, matières premières, immobilier...) modifiées très fréquemment et conduisant à des expositions non-linéaires. Dans cette perspective, la diversification entre stratégies semble potentiellement tout aussi importante que celle de la diversification entre fonds.

3 – Conséquences pour la diversification souhaitable des fonds de fonds

Les estimations précédentes portent sur la diversification souhaitable du portefeuille en « *hedge funds* » de l'investisseur final. Si la recherche académique indique qu'une diversification limitée à 5 ou 10 fonds pourrait être suffisante, ce chiffre devrait être revu légèrement à la hausse pour tenir compte des possibilités de non équipondération ou des déficiences des bases de données de « *hedge funds* » servant à ces simulations qui conduisent à sous-estimer le risque véritable des « *hedge funds* ». L'accroissement récent des corrélations entre stratégies voire entre fonds⁹² abonde dans le même sens, bien qu'il s'agisse peut-être d'un simple phénomène conjoncturel lié à la forte progression des marchés risqués depuis le printemps 2003. Le fait qu'en pratique, les fonds de « *hedge funds* » soient fréquemment nettement moins concentrés que la « recommandation » académique est possiblement lié à ces limites.

De ce point de vue, on pourrait considérer que la règle actuelle des 5/10/40, qui conduit à un minimum de 16 lignes, est acceptable, et que si des marges de manœuvre existent pour l'assouplir, elles sont limitées.

Il faut cependant prendre en compte les contraintes qui pèsent sur les gestionnaires de fonds de fonds du fait de ces règles prudentes. Tout d'abord, on peut considérer que dans une certaine mesure, les gérants de fonds de fonds sont également payés pour prendre des paris (en termes de type de stratégies préférées, sur les méthodes novatrices d'un gérant...), ce qui passe par une forme de concentration du portefeuille. Mais il est surtout envisageable qu'une obligation de diversification importante puisse avoir des effets pervers en conduisant certains acteurs de taille petite ou moyenne à investir dans des fonds sans avoir procédé à toute la due diligence souhaitable et sans avoir vis-à-vis du gérant tout le levier permettant l'accès en continu à l'information.

Si c'est le cas, il serait possible d'envisager pour certains fonds de fonds une option de « *opt-out* » de la règle 5/10/40, par exemple vers une règle « pas de ligne supérieure à 15% » (7 fonds), à condition d'une communication très claire au porteur de part sur la faiblesse de la diversification. L'investisseur pourrait aller rechercher sa propre diversification par des investissements dans plusieurs fonds de fonds, éventuellement de styles de gestion différents.

⁹¹ Notamment suite aux travaux de Fama, French et Carhart qui ont montré qu'au-delà du seul risque de marché – capté par un indice large -, la valorisation et le risque se distinguent entre les titres individuels selon la taille de l'entreprise, selon qu'il s'agisse d'entreprises de croissance ou au business plus mature et selon la dynamique passée des prix (momentum).

⁹² Cf. par exemple Bank of Japan Review, "Changes in Hedge Fund Investment Behavior and the Impact on Financial Markets", December 2006.

Références

Billingsley R., Chance D. (1996), Benefits and limitations of diversification among Commodity Trading Advisors, *Journal of Portfolio Management*, 23(1), pp. 65-80.

Henker T. (1998), Naive diversification for hedge funds, *Journal of Alternative Investments*, 1, pp. 33-38.

Lhabitant S., Learned M. (2002), Hedge fund diversification: How much is enough?, *Journal of Alternative Investments*, 5(3), pp. 23-49.

Schneweiss T., Kazemi H., Karavas V. (2003), Fund diversification in fund of fund investment: How many hedge funds are enough?, Working paper CISDM.

* * *
*

Annexe 8 :

LA RESPONSABILITE DES SOCIETES DE GESTION EN MATIERE DE MULTIGESTION ALTERNATIVE

M. Zariffa

La réflexion menée par le groupe de travail réuni sous la présidence de M. ADHEMAR nous amène à nous interroger sur l'étendue de la responsabilité des sociétés de gestion de portefeuille dans la sélection des fonds investissement éligibles à l'actif des OPCVM mettant en œuvre une stratégie de multigestion alternative. Dans l'hypothèse où le système de régulation actuel, fondé sur la détermination par l'AMF de critères d'éligibilité stricts, devait évoluer vers un système ouvert dans lequel les choix opérés par les sociétés de gestion de portefeuille relèveraient d'un processus de « *due dilligence* » élaboré par chaque société de gestion, quelles seraient les conséquences juridiques qui en résulteraient pour celles-ci.

Cette réflexion s'inscrit dans le cadre plus large des travaux initiés par le CESR. Ces travaux portent sur la définition des actifs éligibles aux OPCVM coordonnés et visent à mettre un terme aux listes figées actuelles peu à même d'évoluer en fonction des innovations de produits financiers. En contrepartie, le CESR propose de responsabiliser davantage les sociétés de gestion de portefeuille quant (i) aux moyens humains et techniques qu'elles déploient lorsqu'elles investissent dans des produits financiers et (ii) aux dispositifs de contrôle qu'elles mettent en œuvre. Dans ce cas, la réglementation envisagée donnerait des repères sous forme de principes généraux et il appartiendrait aux sociétés de gestion de portefeuille de les transposer dans leur organisation interne sous leur responsabilité (AMF, Revue mensuelle, avril 2007).

Si nous devons appliquer cette approche à la multigestion alternative, le périmètre des fonds d'investissement éligibles à l'actif des OPCVM de fonds alternatifs ne serait plus délimité par les 13 critères fixés à l'article 411-34 du RG l'AMF, mais serait déterminé en fonction du processus de « *due dilligence* » mis en œuvre par chaque société de gestion de portefeuille conformément aux principes généraux établis par l'AMF. Dans ce cas, les sociétés de gestion pourraient moduler les diligences effectuées en fonction de la nature et la complexité des fonds d'investissement visés et justifier *a posteriori* leurs choix d'investissement. De manière schématique, plus le fonds d'investissement cible présenterait des caractéristiques complexes ou serait de nature atypique, plus l'enquête réalisée dans le cadre du processus de « *due dilligence* » devrait être poussée afin de permettre aux sociétés de gestion de portefeuille de se décharger de leurs obligations professionnelles.

Une telle approche ouvre des perspectives intéressantes pour les professionnels de la multigestion alternative. En effet, plusieurs fonds d'investissement écartés aujourd'hui de l'univers d'investissement des OPCVM de fonds alternatifs, deviendraient potentiellement éligibles à condition de passer le test de « *due dilligence* ». Toutefois, elle aurait un impact sur la responsabilité qui pèse sur ces mêmes professionnels dans le cadre de leur gestion. En conséquence, il convient de délimiter les conséquences sur (I) la responsabilité administrative et disciplinaire des sociétés de gestion, et (II) leur responsabilité civile. Afin de mener cette réflexion, nous proposons d'examiner d'une part le fondement de ces deux types de responsabilité au regard du droit applicable en matière de multigestion alternative, et d'autre part, de chercher des éléments de comparaison pour mieux cerner les enjeux juridiques inhérents au mode de régulation proposée. Nous avons volontairement exclu du champ de cette présentation la responsabilité pénale des sociétés de gestion de portefeuille ainsi que la responsabilité des personnes physiques agissant sous l'autorité ou pour le compte des sociétés de gestion.

(I) La responsabilité administrative et disciplinaire des sociétés de gestion de portefeuille

Dans le cadre de sa mission générale de protection de l'épargne (article L621-1 CMF), l'AMF est chargée du contrôle permanent sur les sociétés de gestion de portefeuille (article L621-9 CMF). Elle peut sanctionner une société de gestion de portefeuille pour tout manquement à ses obligations professionnelles définies par les lois, règlements et règles professionnelles approuvées par l'AMF (article L621-15 CMF).

Nous pouvons distinguer deux catégories d'obligations professionnelles, les règles de portée générale et les règles spécifiques.

● **Au titre de leurs obligations générales**, les prestataires de services d'investissement – incluant les sociétés de gestion - sont tenus de respecter des règles de bonne conduite destinées à garantir la protection des investisseurs et la régularité de leurs opérations.

Ils sont notamment tenus de :

- « (1) se comporter avec loyauté et agir avec équité au mieux des intérêts de leurs clients et de l'intégrité du marché ;
- (2) Exercer leur activité avec la compétence, le soin et la diligence qui s'imposent, au mieux des intérêts de leurs clients et de l'intégrité du marché ;
- (3) être dotés des ressources et des procédures nécessaires pour mener à bien leurs activités et mettre en œuvre ces ressources et procédures avec un souci d'efficacité ;[...]
- (6) s'efforcer d'éviter les conflits d'intérêts [...]
- (7) se conformer à toutes les réglementations applicables à l'exercice de leurs activités de manière à promouvoir au mieux les intérêts de leurs clients et l'intégrité du marché » (article L533-4 CMF).

Le RG de l'AMF reprend ces principes généraux et les précise pour les sociétés de gestion de portefeuille:

« -La société de gestion de portefeuille doit en permanence disposer de moyens, d'une organisation et de procédures de contrôle et de suivi en adéquation avec les services exercées et dans le respect des exigences déontologiques.[...] » (article 322-12 RG AMF).

-« Le système de contrôle des opérations et des procédures internes [...] s'exerce(nt) de manière permanente et périodique. Le contrôle permanent porte sur la conformité des opérations réalisées par la société de gestion de portefeuille, de son organisation et de ses procédures internes aux obligations professionnelles définies par les lois, règlements et les règles professionnelles applicables à l'exercice de ses activités ainsi qu'à l'ensemble des décisions prises par les dirigeants [...] et aux engagements contractuels liés aux activités de gestion pour compte de tiers [...] (article 322-22-1 RG AMF) ».

-« La société de gestion de portefeuille doit s'assurer de l'autonomie de la gestion et promouvoir les intérêts exclusifs de ses clients (article 322-31RG AMF).

-« L'organisation de la société de gestion de portefeuille doit lui permettre de d'exercer ses activités avec loyauté, diligence, neutralité et impartialité au bénéfice exclusif du mandant ou des porteurs, dans le respect de l'intégrité et de la transparence du marché » (article 322-46 RG AMF). »

En plus de ces règles de portée générale, les sociétés de gestion de portefeuille souhaitant gérer des OPCVM selon une stratégie de multigestion alternative **doivent se conformer à des règles spécifiques**.

- D'une part, elles doivent faire approuver préalablement par l'AMF un programme d'activité spécifique à la multigestion alternative dès l'investissement du premier euro dans un fonds d'investissement alternatif (article R214-37 CMF). Le programme type prévoit notamment la description des moyens humains et techniques mis en œuvre par la société de gestion de portefeuille (titre 3) et le processus de sélection retenu par la société de gestion de portefeuille (les «*due diligence*») (titre 4) (COB, Bulletin COB, avril 2003).

- D'autre part, la société de gestion doit respecter des règles spécifiques relatives à la composition des actifs des OPCVM. A ce titre, elle peut investir dans des fonds d'investissement alternatifs à condition qu'ils répondent aux critères fixés par le RG de l'AMF (article R 214-5 (5°) et R 214-36 CMF). Comme indiqué précédemment les treize critères sont fixés à l'article 411-34 du RG.

La Commission des sanctions de l'AMF peut prononcer une sanction contre la société de gestion de portefeuille ayant commis un manquement à l'une de ses obligations professionnelles. A ce titre, elle peut donner un avertissement ou un blâme, ou décider d'une interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des services fournis par la société de gestion. Elle peut également prononcer une sanction pécuniaire, dont le montant ne peut toutefois être supérieur à 1,5 MEUR ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés. Selon le principe de proportionnalité de la peine le montant de la sanction est fixé en fonction de la gravité des manquements commis et des les profits éventuellement tirés de ces manquements (article L621-15 CMF). Les sommes sont versées au Trésor Public.

Le préjudice subi par les porteurs de l'OPCVM ou des clients de la société de gestion de portefeuille n'est pas un critère retenu pour établir le manquement ou la fixation de la peine. Contrairement à l'action civile, la sanction disciplinaire prononcée par la Commission des sanctions de l'AMF ne vise pas la réparation d'un dommage. La graduation des sanctions permet à l'AMF d'assurer la discipline de la gestion pour compte de tiers en jouant d'abord un rôle que l'on peut qualifier de préventif (JJ ESSOMBE MOUSSIO, 1997).

L'AMF peut également exercer des mesures de police administrative qui se distinguent des procédures de sanction *stricto sensu*. A ce titre, elle peut notamment procéder au retrait de l'agrément d'une société de gestion de portefeuille si cette dernière ne remplit plus les conditions ou les engagements auxquels était subordonné son agrément, ou une autorisation ultérieure (article L532-10 CMF).

Bien qu'elle figure au sein d'un chapitre portant sur les règles de composition des actifs des OPCVM, la condition relative au programme d'activité spécifique doit être considérée comme un accessoire du programme d'activité général de la société de gestion de portefeuille. En outre, la réalisation de cette condition s'apparente également à un engagement de la société de gestion de portefeuille auquel est subordonnée la conduite de ses activités en matière de multigestion alternative. En toute hypothèse, l'AMF pourrait chercher à exercer des mesures de police administrative à l'encontre d'une société de gestion de portefeuille qui ne respecte pas les termes de son programme d'activités spécifique multigestion alternative et procéder à sa suspension ou son retrait.

Il faut toutefois noter que les manquements observés peuvent consister à la fois en la disparition d'une condition d'agrément et en un manquement professionnel. La jurisprudence semble indiquer que l'AMF dispose d'une grande latitude dans le choix de l'exercice de ses prérogatives administratives et disciplinaires (M. Storck, 2006).

* * *
*

En résumé, la responsabilité administrative et disciplinaire des sociétés de gestion de portefeuille s'organise sur deux axes. D'une part, la société de gestion de portefeuille est soumise à des règles de portée générale portant le plus souvent sur la mise en œuvre d'une organisation et de moyens humains et techniques en adéquation avec ses activités. Ces règles se déclinent sous la forme de règles acteur (devoir de loyauté et diligence, obligation de compétence, de contrôle des activités, etc) D'autre part, la société de gestion est soumise à des règles spécifiques strictement encadrées (ex. treize critères).

* * *
*

Il convient maintenant d'illustrer à l'aide de décisions de sanction les éventuels impacts engendrés par la réglementation envisagée sur la responsabilité administrative et disciplinaire des sociétés de gestion de portefeuille.

- Premier constat, nous n'avons pas trouvé de décision de sanction disciplinaire ou de jurisprudence portant sur une faute de gestion ou le non respect des treize critères en matière de multigestion alternative.
- Second constat, sauf en une occasion (Société Pallas Stern Gestion de Capitaux et autres, CDGF, 1997, note N. RONTCHEVSKY), aucune décision de sanction ou jurisprudence ne semble se fonder sur des éléments d'analyse relevant de l'existence d'une obligation de moyens ou de résultat.

En effet, la détermination d'une obligation de moyens ou de résultat n'est pas pertinente pour appréhender les motifs d'une sanction disciplinaire ou administrative. La Commission des sanctions de l'AMF et ensuite le Conseil d'Etat « se bornent à constater que les manquements sont constitués et de nature à justifier les sanctions ». (Société GSD Gestion, CE, 2005, note DECOOPMAN ; Société GSD Gestion et M. J. Gauthier, Décision de sanction, Revue mensuelle AMF, 2004) Dans cette affaire, tant le Conseil d'Etat que la Commission des sanctions a retenu des manquements d'ordre formel : modification des éléments du programme d'activités sans en avoir informé la COB, insuffisance du contrôle interne, absence de prévention de conflits d'intérêts, inadaptation des moyens aux activités de la société. Comme l'indique N. DECOOPMAN, dans son commentaire d'arrêt, « le caractère formel de ces manquements est corroboré par l'indifférence du Conseil d'Etat à l'existence ou l'absence de préjudice subi par les mandants. La poursuite de ces manquements en l'absence de préjudice est significative du choix opéré par l'autorité de régulation, la protection de l'épargnant s'opère en amont, par l'exigence du respect des règles de forme » (op. cit). Cette décision est singulière dans la mesure où les manquements formels constatés, découlent du non respect de règles dites « acteur » de portée générale.

Par ailleurs, les treize critères relevant de la famille des règles spécifiques de composition des actifs, il est intéressant de constater que « l'effet couperet » ne semble pas toujours jouer pleinement dans les décisions de sanction. Dans certains cas, il semble que le Conseil de discipline des OPCVM sanctionne des manquements répétés ou à caractère durable (Tuffier, G. Py, Conseil discipl. OPCVM, juin 93 ; Centrale de crédit municipal griffin, Conseil discipl. OPCVM, jan. 94 ; Banque Arjil et Arjil Gestion, Conseil Discipl. OPCVM, 1995, note JP. BORNET).

Dans une autre décision, le CDGF a écarté un grief fondé sur un dépassement de ratio au motif que le dépassement (un investissement >10% des titres d'une même valeur) n'aurait pas eu lieu si la totalité de son augmentation de capital était intervenue dans le délai imparti (Stratège Finance et Mme CAZABAN, CDGF, 2003). Toutefois, dans l'affaire ETNA FINANCE, le CDGF a sanctionné de légers dépassements du ratio de 5% en fondant sa décision sur les règles de bonne conduite en matière de conflit d'intérêts (Société Etna Finance, CDGF, 2002).

En matière de manquement aux règles de portée générale, on notera que l'autorité de régulation peut être amenée à sanctionner les sociétés de gestion de portefeuille dont les moyens humains et matériels ne sont pas en adéquation avec les activités envisagées ; ces décisions de sanction emportant souvent une sanction à titre accessoire pour défaut de contrôle interne.

Une autre affaire (Société Ethys, CE, 2004, conclusions AGUILA) confirme la sanction d'une société de gestion de portefeuille pour le non-respect de son programme d'activité. En l'espèce, le Conseil d'Etat maintient la décision de retrait d'agrément d'une société de gestion de portefeuille pour non respect de ses engagements figurant dans son programme d'activité et notamment les insuffisances des moyens humains et matériels au regard de ses activités.

La CDGF a également sanctionné une société de gestion pour avoir exposé des OPCVM à des instruments financiers à terme complexes, des « *amortizing forwards* », sans avoir les moyens techniques et humains nécessaires pour assurer leur suivi (Société Ecureuil Gestion, CDGF, 2002). En quelque sorte, la société de gestion de portefeuille a été sanctionnée pour n'avoir pas déployé des procédures, moyens humains et techniques en adéquation avec un investissement en un instrument financier innovant. Le système de contrôle interne de la société de gestion n'ayant pas relevé l'absence d'adéquation entre les moyens de gestion mis en œuvre par la société de gestion et les investissements des OPCVM, cette dernière a été sanctionnée sur la base de ce grief également.

Dans une décision où l'on reprochait à une société de gestion de portefeuille d'avoir pris des positions à effet de levier sans avoir préalablement mis en place de moyens suffisants de suivi et de contrôle, le CDGF a considéré, dans un premier temps qu'aucun des textes visés n'imposait de modalités précises pour contrôler les interventions sur les marchés à terme ; qu'il est donc laissé aux sociétés de gestion le soin de choisir les moyens appropriés pour effectuer ce contrôle ; et dans un second temps, qu'il n'a pas été démontré que le traitement de ces positions par les moyens mis en œuvre ait entraîné des risques inhabituels préjudiciables aux porteurs. (Société Marseillaise de Crédit SMC Gestion, CDGF, 98)

Si cette décision n'a pas donné lieu à une sanction sur la base de ce grief, elle est néanmoins intéressante. En effet, la CDGF considérerait que l'insuffisance de moyens peut également être contrôlée lorsque la société se devait de déterminer elle-même les moyens appropriés afin de répondre à un problème technique de gestion, et ce, en l'absence de dispositions expresses édictées l'AMF.

Enfin, dans l'affaire Pallas Stern (op cit.), le Conseil de discipline des OPCVM, n'a pas retenu les griefs concernant l'organisation mise en place en matière de gestion des conflits d'intérêts. Il était reproché à la société de gestion de portefeuille de n'avoir pas vendu les titres de créance émis par sa maison mère avant son dépôt de bilan. En conséquence, on lui reprochait d'avoir privilégié les intérêts de son groupe sur ceux des porteurs des OPCVM gérés par Pallas Stern Gestion. Par deux fois, le Conseil de discipline des OPCVM a qualifié la responsabilité de la société de gestion de portefeuille par rapport au comportement de ses pairs. Dans un premier temps, il a conclu que la société de gestion n'avait pas eu un comportement différent à celui des autres professionnels lors de l'abaissement de la notation de la Banque Pallas Stern. Dans un second temps, il a conclu que la séparation des métiers mise en œuvre au sein du groupe Pallas Stern était similaire à la pratique de marché pour des entités de même taille. A notre connaissance, cette analyse est singulière dans la mesure où elle réfère à des notions empruntées à la responsabilité civile et non la responsabilité disciplinaire et administrative.

* * *
*

En définitive, cette présentation n'est en aucun cas exhaustive. Elle cherche à illustrer comment la Commission des sanctions est amenée actuellement à sanctionner les manquements aux règles

professionnelles applicables aux sociétés de gestion de portefeuille et dans quelle mesure elle peut déjà exploiter *mutatis mutandis* un ensemble jurisprudentiel dans l'hypothèse où la réglementation proposée serait adoptée.

Par ailleurs, il convient de signaler une limite importante à la méthodologie empruntée. Elle fait abstraction des éléments contextuels qui peuvent amener la Commission de sanction à user de manière plus ou moins importante de son pouvoir discrétionnaire de sanction non seulement dans le prononcé des sanctions (principe de proportionnalité) mais également lors de la constatation des manquements professionnels. Le caractère discrétionnaire est inhérent à toute sanction administrative ou disciplinaire.

II La responsabilité contractuelle des sociétés de gestion de portefeuille

La responsabilité civile des sociétés de gestion de portefeuille est de nature contractuelle (voir notamment GPK Finance et al. C. Guyomarch et al., 2002, concl. LAFORTUNE). Lorsque l'OPCVM prend la forme d'un fonds commun de placement, la société de gestion ou le dépositaire sont responsables individuellement ou solidairement, selon le cas, envers les tiers ou envers les porteurs de parts, soit des infractions aux dispositions législatives ou réglementaires applicables aux fonds communs de placement, soit de la violation du règlement du fonds soit de leurs fautes (article L214-28 CMF)⁹³. Le contrat se forme lors de la souscription des parts ou des actions (S. BONFILS, op. cit).

Le porteur de parts d'un OPCVM qui se plaint d'irrégularités commises dans la gestion de l'OPCVM, n'exerce généralement pas en pratique une action en responsabilité civile envers la société de gestion de portefeuille. Il se retourne contre le distributeur de cet OPCVM, qui à son tour pourra se retourner contre la société de gestion. La chaîne de responsabilité dépasse notre champ de présentation, mais elle mérite une étude car les relations contractuelles semblent être asymétriques entre le contrat liant l'investisseur et le distributeur et celui liant le distributeur et la société de gestion. Le sujet sera renouvelé par la transposition de la directive MIF en droit français.

La jurisprudence et la doctrine concordent pour qualifier la responsabilité des sociétés de gestion de mixte (S. BONFILS, op. cit). En effet, dans le cadre de leur gestion, elles sont généralement débitrices d'une obligation de moyens et pour certaines prestations d'une obligation de résultat.

En effet, la société de gestion de portefeuille ne peut être tenue d'assurer une obligation de résultat de plus-value aux opérateurs, alors que les marchés boursiers sont aléatoires par nature (LEBORGNE A, 1995). Au moment où la société de gestion prend une décision de gestion, il est impossible d'établir si cette décision est optimale, c'est-à-dire qu'elle réalisera la finalité de la gestion, sous réserve d'accord contraire entre les parties (ex. fonds à formule ou assorti d'une protection). Une décision de gestion laisse de manière inhérente une marge d'appréciation au gestionnaire.

Le droit commun mesure le caractère diligent et loyal de celui qui administre le bien d'autrui (la gestion est assimilée à l'acte d'administration). L'administrateur du bien d'autrui est jugé par rapport à un « bon père de famille », soit l'homme normalement prudent et diligent. Or, en matière de gestion financière ce critère est qualifié en fonction d'une norme plus élevée. En effet, les sociétés de gestion sont soumises à des règles professionnelles plus élevées que l'administrateur de droit commun. C'est en ce sens, qu'elles sont jugées non pas par rapport à l'« homme normalement diligent et prudent » mais par rapport à un bon gestionnaire placé dans les mêmes circonstances de temps et de lieu. Certains réfèrent au « *bonus argentarius* » (S. BONFILS, op. cit.), d'autres au « professionnel averti » (JJ. ESSOMBE MOUSSIO, op. cit) ou encore à une « obligation de moyens renforcée » (A. LEBORGNE op. cit).

Dans certains cas, les sociétés de gestion de portefeuille se sont vues imposées des obligations de résultat. Il s'agit le plus souvent des obligations de ne pas faire (les interdictions) et les opérations d'ordre technique. C'est le cas où la décision de gestion du gérant n'est soumise à aucune discrétion

⁹³ La doctrine considère que le régime de responsabilité des sociétés de gestion en matière de gestion de SICAV est également de nature contractuelle. Bien que le CMF soit silencieux sur le sujet, le régime relève de celui des sociétés par actions. Les actionnaires sont liés à la société en vertu du contrat sociétaire. Le régime de responsabilité en matière de FCP s'applique *mutatis mutandis* aux SICAV. (Cf. BONFILS, S., 2004)

(voir Cass civ, 1977). La célèbre affaire des Fonds Turbo (Cass com, 2002, concl. LAFORTUNE) illustre bien cette jurisprudence. Des FCP de distribution offraient la faculté de recevoir une attestation de crédit d'impôt liée à la souscription des fonds quand bien même la détention des parts durait au maximum que quelques jours ; la délivrance des attestations ayant été effectuée conformément à une Instruction de la Direction Générale des impôts. Toutefois, l'administration fiscale n'a pas reconnu la valeur libératoire des attestations et a redressé massivement les porteurs. Le Conseil d'Etat a reconnu la validité du redressement se fondant sur le fonctionnement irrégulier des FCP. Les porteurs ont intenté une action en responsabilité civile contre les sociétés de gestion de portefeuille et les banques dépositaires. La Cour de cassation a donné raison aux porteurs et a considéré que les gérants et dépositaires étaient « tenus d'une obligation de résultat quant à la délivrance d'un certificat d'impôt conforme à sa destination, et étaient seuls responsables des choix et modalités de fonctionnement des fonds » (F. BUSSIERE, 2002).

A notre connaissance, les tribunaux ne se sont pas encore prononcés sur la nature de l'obligation qui pèse sur les sociétés de gestion de portefeuille lorsqu'elles appliquent les treize critères fixés à l'article 411-34 RG AMF. Intuitivement, nous pourrions présumer que le respect de ces règles relève d'une obligation de résultat car elle vise le respect de contraintes relatives à la composition des actifs des OPCVM. Or, une jurisprudence vient tempérer cette assertion. Dans une affaire, la COB a décidé du retrait d'agrément et de la fermeture d'un FCP au motif que les valeurs liquidatives étaient surévaluées et que le fonds avait dépassé les ratios de détention maximum d'une société hors cote. (Prenat et al. C. Sté Financière Lamartine, 1999). Malgré la décision de la COB, le tribunal a jugé que le dépassement de ratio n'était pas volontaire et que la société de gestion de portefeuille n'avait pas failli à son obligation de moyens. En conséquence, il serait hasardeux de considérer *ipso facto* que le respect des treize critères relève d'une obligation de résultat.

Dans l'hypothèse où la régulation proposée serait adoptée, il ne ferait nul doute, qu'elle se situerait dans l'orbite de l'obligation de moyens renforcée. Ainsi, la modularité des diligences accomplies par la société de gestion dans le cadre du processus de « *due dilligence* » et plus généralement le choix d'investir ou de désinvestir d'un fonds d'investissement alternatif, demeurerait, à notre sens, soumis à la norme de rationalité et de normalité du « professionnel averti ».

Enfin, il convient de rappeler qu'en matière de responsabilité civile, établir la faute de la société de gestion de portefeuille n'ouvre pas automatiquement droit à réparation. Il faut également prouver le dommage subi et le lien de causalité entre la faute et le dommage. Reste également à concilier la réparation avec une éventuelle clause limitative de responsabilité (cf I. Riasetto, 2007) |

* * *
*

BIBLIOGRAPHIE

Autorité des Marchés Financiers, La responsabilité des sociétés de gestion de portefeuille dans la détermination de l'éligibilité des actifs pour l'investissement par des OPCVM, Revue mensuelle de l'AMF, n° 35 avril 2007

BONFLIS, S., Le droit des obligations dans l'intermédiation financière, L.G.D.J, 2004

BUSSIERE, F., Chronique de gestion collective, Banque et Droit n°86, nov- déc 2002

Commission des Opérations de Bourse, La régulation de la multigestion alternative, Bulletin Mensuel COB, n° 378, avril 2003

ESSOMBE MOUSSIO, J.J., Gestion de Portefeuille, Bourse et Produits Financiers, Bulletin Joly, 1997

LEBORGNE A., Responsabilité civile des opérations sur le marché boursier, TRD com, 48 (2), avril-juin 1995

RIASETTO, I., L'exonération de responsabilité des prestataires de services d'investissement, Bulletin Joly, mai-juin, 2007.

STORCK, M., Société de gestion de portefeuille, Banque Crédit Bourse, Juris-classeur, 2006

Décisions de sanction et jurisprudence citées

Cass civ., 22 mars 1977, JCP 1979

Cass com., 24 septembre 2002, Petites affiches, 1 octobre 2002, concl. LAFORTUNE

GPK Finance et al. c. Guyomarc'h et al., 1 oct. 2002, n°196, LPA, concl. LAFORTUNE

Prenat et al. C. Sté Financière Lamartine, CA Versailles, 3^e chambre, Bull. Joly, mai-juin 1999

Société Ecureuil Gestion, CDGF, Bulletin Mensuel COB, n°370, juillet août 2002

Société Ethys, CE, 6 et 1 ss-sect, 17 nov. 2004, conclusions AGUILA

Société Etna Finance, CDGF, Bull. Mensuel COB, n°366, mars 2002

Société GSD Gestion, CE, 6 et 1 ss-sect, 4 fév.2005, note DECOOPMAN, Bull. Joly, mai-juin 2005

Société GSD Gestion et M. J. Gauthier, Décision de sanction, Revue mensuelle AMF, n°3, mai 2004

Société Marseillaise de Crédit SMC Gestion, CDGF, Bulletin Mensuel COB, n° 358, juin 2001

Société Pallas Stern Gestion de Capitaux et autres, CDGF, OPCVM n° 4/1996, 6 juin 1997, note RONTCHEVSKY, Bull. Joly. novembre/décembre 1997

Stratège Finance et Mme Cazaban, CDGF, Bulletin Mensuel COB, n° 383, oct. 2003

Tuffier, G. Py, Conseil discipl. OPCVM, n°2/90 25 juin 93 ; C. Centrale de crédit municipal griffin, Conseil discipl. OPCVM, n°2/92, jan. 94 ; Banque Arjil et Arjil Gestion, Conseil discipl. OPCVM, n°2/93 1995, bull. Joly, nov. déc 95, note BORNET

* * *
*