

# Guide de bonnes pratiques concernant les fonds de fonds : gestion des risques et *reporting*

Novembre 2017



**L'Association Française de la Gestion financière (AFG)** représente et défend les intérêts des professionnels de la gestion de portefeuille pour compte de tiers. Créée en 1961, elle réunit tous les acteurs du métier de la gestion d'actifs, qu'elle soit individualisée sous mandat ou collective via les Organismes de placement collectif (OPC). Ses membres sont les sociétés de gestion de portefeuille, entrepreneuriales ou filiales de groupes bancaires ou d'assurance, français et étrangers. Depuis 2009, l'AFG accueille des "membres correspondants" (73 à fin 2016) représentatifs de l'écosystème de la gestion : avocats, cabinets de conseil, SSII, fournisseurs de données, succursales.

La gestion d'actifs française représente, à fin 2016, près de 3 800 Mds € sous gestion, dont 1 800 Mds € en fonds de droit français et environ 2 000 Mds € en gestion de mandats et de fonds de droit étranger. Source de plus de 85 000 emplois dont 26 000 propres aux sociétés de gestion, elle joue un rôle essentiel dans le financement de l'économie.

L'AFG a pour mission d'informer, d'assister et de former ses adhérents. Elle leur apporte un concours permanent dans les domaines juridique, fiscal, économique, comptable et technique.

Elle anime la réflexion de la profession sur l'évolution des techniques de gestion, la recherche, et la protection et l'orientation de l'épargne.

Interlocuteur des pouvoirs publics français, européens et internationaux, l'AFG contribue activement à l'évolution de la réglementation. Elle définit les règles de déontologie de la profession et joue un rôle moteur en matière de gouvernement d'entreprise.

L'Association contribue également à la promotion et au rayonnement de la gestion française (l'une des premières au monde) auprès de l'ensemble des acteurs concernés : investisseurs, émetteurs, politiques et médias, en France et à l'international.

41, rue de la Bienfaisance – 75008 Paris – Tél. : 01 44 94 94 00 – [www.afg.asso.fr](http://www.afg.asso.fr)

**Guide de bonnes pratiques  
concernant les fonds de fonds :  
gestion des risques  
et *reporting***

**Novembre 2017**

<b>1. Objectif et périmètre du guide</b>	<b>3</b>
<b>2. Gestion des risques, suivi des expositions et des limites</b>	<b>3</b>
2.1. Gestions des risques liés à l'activité de sélection de fonds externes	3
2.1.1. Gestions traditionnelles et alternatives	3
2.1.2. Gestions non cotées	4
2.2. Gestions des risques financiers	5
2.2.1. Risques d'exposition et de concentration	6
2.2.2. Risque de change	7
2.2.3. Risques de liquidité	8
a) <i>Gestions traditionnelles et alternatives</i>	8
b) <i>Gestions non cotées</i>	8
2.3. Méthodes de suivi des expositions, des limites et outils	9
<b>3. Les différents reportings</b>	<b>11</b>
3.1. <i>Reporting client</i>	11
3.1.1. Rapports périodiques d'information	11
3.1.2. Rapports requis par la réglementation de clients (Solvabilité 2) : inventaires "tripartites"	11
3.2. <i>Reporting lié à la réglementation applicable à la SGP (directive AIFM)</i>	13
3.2.1. <i>Stress tests</i> de marchés	13
3.2.2. <i>Stress tests</i> de liquidité	13
<b>ANNEXES</b>	<b>15</b>
<b>Annexe 1.</b> Analyse de la performance passée d'un gérant de fonds <i>private equity</i> préalablement à l'investissement	15
<b>Annexe 2.</b> Outils spécifiques de production d'inventaires TPT pour les fonds de fonds	16
<b>Remerciements</b>	<b>17</b>

# 1. Objectif et périmètre du guide

Ce guide a pour objectif de promouvoir des méthodes admises comme étant pertinentes autant en termes de suivi des risques applicables aux fonds de fonds, qu'en matière de *reporting ex-post*. Il inclut des précisions émanant de consensus dans les modalités pratiques de mise en œuvre de certaines dispositions réglementaires, notamment la directive 2011/61/UE (directive AIFM). Il couvre le périmètre des gestions traditionnelles, alternatives et de *private equity*.

Par opposition aux fonds de gestion directe ne pouvant pas investir plus de 10 % de leurs actifs en parts d'OPC, nous définirons par la suite les fonds de fonds (ou OPC d'OPC) comme des véhicules d'investissement pouvant investir plus de 10% de leur actif en parts d'OPC.

## 2. Gestion des risques, suivi des expositions et des limites

### 2.1. Gestions des risques liés à l'activité de sélection de fonds externes

#### 2.1.1. Gestions traditionnelles et alternatives

Selon l'organisation de chaque société de gestion, des équipes différentes ou confondues peuvent assurer :

- la sélection des fonds sous-jacents externes qui entrent dans l'univers d'investissement d'OPC de la société de gestion ;
- l'allocation et la gestion des fonds de fonds ;
- le suivi des risques au niveau des fonds sous-jacents et ceux au niveau des fonds de fonds.

Préalablement à l'investissement, l'équipe de sélection assure une revue des fonds de l'univers d'investissement, avec l'analyse de mesures de performances (contributions, attributions). Ainsi, l'équipe de *risk managers* peut être impliquée dans l'analyse opérationnelle<sup>1</sup> et la validation des fonds qui entrent dans cet univers en fonction de facteurs tels que l'existence d'une *due diligence* réalisée par une équipe d'analystes indépendante de l'équipe de gestion et de la taille de l'équipe de *risk managers*.

L'équipe des *risk managers* peut appliquer un principe de proportionnalité en définissant des critères pour une validation simplifiée de fonds "vanilles"<sup>2</sup> ou utiliser la même grille de validation pour tous les fonds toujours en fonction de la volumétrie (univers de fonds investissables ou en phase d'analyse) des ressources et des expertises disponibles. Par exemple, des véhicules actions

1) À distinguer de l'analyse de la performance réalisée par les analystes ou les analyste-gérants.

2) Cette liste de critères permettant de considérer un fonds "vanille" est à laisser à l'appréciation de chaque société de gestion.

*long-only* (zone Europe ou US) pourraient entrer dans cette catégorie d'instruments "vanilles", mais pas ceux basés sur de nouvelles stratégies impliquant l'utilisation d'une méthode d'allocation quantitative ou ceux faisant appel à du levier significatif.

Postérieurement à l'investissement, l'analyste ou l'analyste-gérant assure le suivi de la performance des fonds sous-jacents. Il est aussi en charge de la révision régulière de l'analyse opérationnelle des véhicules de l'univers d'investissement *a minima* tous les 2 ans sauf événement majeur (évolution importante de l'équipe de gestion, du management ou du capital de la société de gestion,...). L'analyste ou l'analyste-gérant est donc en charge du suivi au niveau des fonds sous-jacents. Quant au *risk manager*, il peut dans ce cas analyser les risques uniquement au niveau des fonds de fonds. Ainsi, les calculs de contributions ou d'attributions de performance et de risques des fonds de fonds peuvent être réalisés par les *risk managers* ou par une équipe d'analystes différente des gérants. Ces calculs peuvent être réalisés par stratégies, facteurs de risques, et fonds sous-jacents en fonction du *process* d'allocation du fonds de fonds. Ils peuvent par la suite être analysés par les *risk managers* et enfin donner lieu à des alertes internes à destination des responsables de gestion.

### 2.1.2. Gestions non cotées

L'organisation généralement retenue dans ce type de gestion est la suivante :

- une équipe d'investissement, généralement un binôme par dossier d'investissement, qui intervient en amont dans la phase de *due diligence* ainsi que dans le suivi par le même binôme des gérants des fonds sous-jacents postérieurement à l'investissement ;
- une équipe *Middle / Back Office* qui assure le suivi comptable des flux d'opérations ;
- un *risk manager* qui participe aux comités d'investissement et s'appuie sur les données comptables et des indicateurs de tendance de marchés pour calculer des indicateurs de performance et de risque.

Aussi, il est de bonne pratique de mettre en place, en plus d'un comité d'investissement, un comité de valorisation avec la participation de l'évaluateur indépendant choisi par la société, un comité de gestion de la trésorerie en vue des investissements futurs et un comité consultatif auquel sont remontés pour avis les risques liés à des événements tels que le changement de gouvernance et la situation de conflit d'intérêts.

L'analyse *préinvestissement* conduite par l'équipe d'investissement, compte tenu du caractère long terme des investissements, revêt une importance capitale. En effet, la plupart des risques sont gérés durant cette phase du processus d'investissement. Il s'agit donc de réaliser une *due diligence* exhaustive, autant qualitative que quantitative, sur les performances passées, sur les risques liés à l'équipe de gestion ainsi que sur ceux portés par le portefeuille géré (stratégie et règlement du futur véhicule d'investissement). Quelques aspects peuvent être analysés, parmi lesquels nous pouvons citer :

- la performance historique par analyse des taux de rendement interne (TRI) et de multiples ;
- la stratégie (secteurs, capital investissement ou capital risque, segments correspondant à des cycles économiques différents) ;

- l'équipe de gestion (particulièrement l'alignement des intérêts, la gouvernance dans la prise de décisions, sa capacité à délivrer la stratégie, c'est-à-dire à sélectionner des dossiers au fur et à mesure de la vie du fonds en analysant l'historique des investissements réalisés, sa capacité à limiter le risque de perte mesuré par l'indicateur "loss ratio" et sa gestion du risque de concentration) ;
- le risque ESG (bilan ESG des sociétés sous-jacentes afin de réduire le risque opérationnel).

Enfin, un autre levier qu'il est opportun d'exploiter pour atténuer les risques liés à la sélection est celui du juridique. En effet, par ce biais, il est possible de contractualiser des clauses pour gérer les risques liés à l'occurrence d'événements tels que la fraude, le non-respect de la stratégie, le retrait de personnes clés ou de prévoir le transfert de la gestion sans motif.

Et postérieurement à l'investissement, il est aussi d'usage de suivre les fonds en position selon deux approches :

- D'une part, un suivi selon des *process* quantitatifs qui consistent à analyser les données récoltées et les *reportings* reçus, parmi lesquels des indicateurs de levier. Dans ce cadre, il est aussi d'usage de comparer le rendement réalisé par chaque fonds sous-jacent avec celui d'une courbe de rendement attendu et d'analyser la raison d'un éventuel écart. Cette courbe de rendement dépendrait bien entendu de la stratégie mise en œuvre par le fonds sous-jacent analysé (capital développement, capital transmission, *venture capital*). Enfin, il peut être utile de s'intéresser aux multiples comparables utilisés par le gérant du sous-jacent afin de vérifier que son approche est conservatrice et en particulier de comparer, lors des cessions de participations, la valeur réalisée avec le prix de valorisation déterminé par le gérant avant la cession.
- Et de l'autre, un suivi qualitatif, via des entretiens réguliers avec le gérant, est généralement mis en place. Ce suivi de proximité permet de prendre connaissance de l'évolution des investissements dans les fonds sous-jacents, de comprendre leurs performances, et de vérifier que les gérants respectent bien leurs engagements. Ainsi, une équipe qui ne les respecterait pas pourrait se voir interdire tout réinvestissement dans le fonds qu'elle gère. D'autres alternatives afin de limiter le risque en cas de difficultés avec une équipe de gestion consistent soit à recueillir l'accord des autres porteurs pour changer de gérant (clause de transfert avec ou sans rupture des engagements), soit à céder le sous-jacent sur le marché secondaire.

## 2.2. Gestions des risques financiers

Afin de suivre les risques *ex-ante* des fonds de fonds, il est nécessaire d'identifier des indicateurs pertinents pour la multigestion. Il est de la responsabilité de chaque société de gestion de les identifier dans le cadre de sa politique de gestion des risques.

### 2.2.1. Risques d'exposition et de concentration

Les risques de marchés, notamment ceux d'exposition et de concentration, peuvent être mesurés par la diversification des positions en parts de fonds sous-jacents, la VaR et ses contributions, ou par la volatilité *ex-ante* et ses contributions en faisant des hypothèses de corrélation.

En particulier pour les gestions non cotées, en plus des indicateurs de performance (TRI, multiples), des indicateurs de perte "*loss ratio*" et de volatilité historique peuvent être analysés *a posteriori*.

Les approches suivantes peuvent être utilisées seules ou cumulées en fonction de la stratégie du fonds de fonds :

- **Approche par limitation du poids de chaque fonds sous-jacent**

Cette méthode peut être suffisante sur un fonds de fonds visant uniquement à sélectionner les meilleurs OPC d'un marché (par exemple, le marché d'actions de la zone Euro), sans qu'il n'y ait de *process* d'allocation (fonds toujours investi autour de 100 % de son actif en actions de la zone Euro).

Elle est aussi adaptée pour un fonds de fonds de *private equity*, et à partir de 10 fonds sous-jacents adéquatement pondérés le risque de concentration peut être considéré faible dans le fonds de fonds. Cependant, il est utile de mesurer et de définir des seuils d'alerte concernant l'exposition par gérant, par devise, et par millésime. Et pour ce dernier critère, il est toujours possible de profiter d'opportunités sur le marché secondaire pour se diversifier sur des millésimes sur lesquels le fonds de fonds n'était pas investi, et par la même occasion de réaliser l'investissement sur une plus courte période.

- **Approche par les rendements pour calculer les risques de marchés**

Cette approche peut être utilisée pour les fonds d'allocation sur une sélection de fonds sous-jacents traditionnels (directionnels avec des expositions aux facteurs de risques persistants dans le temps). En revanche, elle est peu adaptée pour les fonds de fonds de *private equity*.

À titre d'exemple, les indicateurs ci-dessous (liste non limitative) peuvent être utilisés :

- Volatilité *ex-ante* ou VaR (ou CVaR) ;
- *Maximum Draw Down* ;
- *Stress tests* historiques ;
- Sensibilités aux facteurs de risque.

Afin de calculer les indicateurs de risques identifiés, deux alternatives sont possibles :

- soit en utilisant la **série historique de VL** et en mettant en place un proxy pour certains fonds sous-jacents (notamment ceux nouvellement créés) en concertation entre l'analyste en charge du fonds et le *risk manager*. Un proxy est une approximation du fonds en termes d'exposition aux risques. Il peut être le *benchmark* de ce fonds s'il y en a un, tout autre indice représentant l'univers d'investissement de ce fonds, ou toute décomposition du fonds selon une ou plusieurs clés d'agrégation. Il peut aussi être ajusté de certains facteurs tels que le niveau d'exposition du fonds, sa sensibilité à un ou plusieurs facteurs de risque,...



- soit en appliquant une approche forfaitaire selon la classe d'actif, le marché d'exposition,...

Enfin, les matrices de corrélation utilisées pour agréger les risques peuvent être mises à jour une à deux fois par an, ou en cas d'anticipation de changement de régime de marché, en fonction de la politique de gestion des risques de chaque société de gestion.

- **Approche par transparence pour identifier les risques**

Les *hedge funds* ainsi que les fonds multi-stratégies avec une allocation flexible seront idéalement traités par cette approche lorsque la transparence est disponible et assez récente. De même, les fonds de fonds de *private equity* mettent aussi à profit l'accès à la transparence pour mesurer le poids de chaque société dans le portefeuille "transparisé", identifier les fortes expositions par société, secteur d'activité, zone géographique..., et donc les limiter pour les futurs investissements.

Le canal classique d'accès à la transparence est la collecte directe des inventaires des fonds sous-jacents auprès des sociétés de gestion. Alternativement, certains acteurs, afin de disposer à tout moment de la transparence la plus récente possible, gèrent des fonds investissant uniquement via des instruments d'une plateforme dédiée de comptes gérés ("*managed account*"). D'autres font appel à un intermédiaire tiers de confiance pour "transpariser" et fournir les indicateurs au niveau agrégé des *hedge funds* sous-jacents ainsi que les expositions en transparence au niveau du fonds de *hedge funds*, sans pour autant accéder à la transparence au niveau de chaque sous-jacent (pour des raisons de confidentialité exigée par certains gérants de *hedge funds*). L'objectif de la transparence étant de déterminer le risque de concentration sur un fonds de fonds, ainsi que son exposition sur différentes clés d'agrégation, la transparence est plus appréciable lorsqu'elle est disponible au niveau de chaque fonds sous-jacent. Cependant, il est utile de noter que sa mise en œuvre est souvent très coûteuse. De plus, il faut veiller au respect de la réglementation concernant l'égalité de l'information aux porteurs (par respect d'un délai minimal avant utilisation conformément aux dispositions AMF concernant le *late trading* et le *market timing*<sup>3</sup>).

Enfin, concernant les inventaires "tripartites", il appartient à chaque société de gestion de déterminer, dans un cadre contractuel, les conditions et modalités de leur utilisation comme une source de données des outils de suivi des risques agrégés. En effet, en fonction des besoins du client soumis à Solvabilité 2, l'assistance de la société de gestion peut aller au-delà de la simple fourniture d'inventaires agrégés.

## 2.2.2. Risque de change

Les fonds de fonds peuvent être investis en parts de fonds libellées en devises autres que celle de comptabilité. Dans ce cas, l'exposition au risque de change du fonds de fonds doit être suivie et peut être couverte en fonction de la sensibilité du portefeuille aux évolutions des devises et du coût de la couverture. Les expositions en devises par transparence ne sont quant

3) Position AMF n° 2004-07 Les pratiques de *market timing* et de *late trading*.

à elles généralement pas couvertes, et il serait délicat de le faire sauf dans le cas particulier où le gérant du sous-jacent s'engage contractuellement (prospectus) à être systématiquement exposé à une devise et à ne pas la couvrir lui-même.

Dans le cas des fonds de fonds de *private equity*, en raison de la durée d'investissement, l'opportunité d'une couverture systématique ne peut être considérée sans prise en compte du coût de la couverture sur la période d'investissement.

### 2.2.3. Risques de liquidité

Nous rappelons que le risque de liquidité d'un fonds s'apprécie selon une approche actif / passif et par conséquent un dispositif à l'actif est plus ou moins pertinent en fonction des conditions de mouvement de passif. Pour cette raison, nous distinguerons donc les gestions sur des instruments cotés de celles sur le *private equity*.

#### *a) Gestions traditionnelles et alternatives*

- L'approche contractuelle est généralement utilisée en retenant la périodicité de valorisation, le préavis de rachat, le délai de règlement, les éventuels "*gate*" et "*hard lock-up*" tels que mentionnés au prospectus des OPC sous-jacents. Elle permet d'avoir un calendrier de liquidation du fonds de fonds en situation normale. Ainsi, les intervalles de durée de liquidation tels que définis dans la directive AIFM pourraient être utilisés pour fixer des seuils d'alertes voire des contraintes par période de réalisation.
- Concernant le coût de liquidité du fonds de fonds, une première approche consisterait à prendre en compte les coûts déjà définis contractuellement (*soft lock-up*) pour certains fonds en fonction de la durée d'investissement. Par ailleurs, il pourrait être intéressant d'explorer une méthodologie d'estimation du coût de liquidité au niveau de tous les fonds sous-jacents en utilisant une approche forfaitaire (*market impact*) par catégorie d'actifs, segment de marché,...
- Enfin, le suivi des emprises consolidées au niveau de la société de gestion du fonds de fonds, par fonds sous-jacent, peut faire l'objet d'alerte lorsque l'univers d'investissement du fonds sous-jacent ou sa classe d'actif n'est pas suffisamment liquide.

#### *b) Gestions non cotées*

Compte tenu de la période de blocage généralement imposée sur ce type d'investissement, les méthodes précédentes sont moins pertinentes. Le risque de liquidité est aussi géré au moment de l'investissement et le véritable sujet est celui de la correspondance des durées de vie des sous-jacents avec celle du fonds de fonds. L'exposition aux fonds dont la durée de vie dépasse celle du fonds de fonds devrait par conséquent être limitée à un pourcentage de l'actif.

Cependant, durant la vie du fonds de fonds ou à l'échéance prévue, il peut être nécessaire de céder une position.

Pour ce faire, le marché secondaire est une des solutions pour gérer la liquidité de cette position sur un sous-jacent. Il est utile de préciser que plus l'enjeu en termes de taille de l'actif est grand, moins la décote potentielle est importante en raison de la concurrence.

Ainsi sur de grands fonds paneuropéens, des cessions peuvent être réalisées quasiment sans décote. *A contrario*, concernant les fonds de fonds, avec la taille la décote peut être plus importante en secondaire. Une solution alternative à la cession pourrait être la réouverture d'une période de souscription.

## 2.3. Méthodes de suivi des expositions, des limites et outils

Certains fonds de fonds présentent des limites minimales ou maximales d'exposition (zone géographique, classe d'actif, devise, stratégie), de sensibilité au taux ou même de VaR. La difficulté du suivi de ces contraintes réside dans le fait que les niveaux exacts d'exposition des fonds sous-jacents ne peuvent pas être connus à tout instant. La problématique est donc de trouver des méthodes acceptables pour apprécier le niveau de consommation de ces limites d'exposition.

Ci-dessous quelques méthodes qui peuvent être utilisées pour le calcul d'exposition :

- associer à un OPC sous-jacent un unique facteur de risque, zone géographique, devise, stratégie et considérer qu'il y est entièrement exposé après échange avec la gestion ;
- récupérer les éventuelles contraintes mentionnées sur les prospectus des OPC sous-jacents et les paramétrer lorsqu'elles existent ;
- regarder périodiquement les *reportings* mensuels des fonds sous-jacents et intégrer les expositions réelles des véhicules utilisés en date de *reporting* ;
- analyser en *full*-transparence, ce qui peut être très vite coûteux en termes de données nécessaires.

Les deux premières solutions ont l'avantage d'être conservatrices pour les contraintes.

La dernière option permet aussi à la gestion d'affiner la couverture en regardant en transparence. Par exemple, un fonds de fonds investi en sous-jacents eux-mêmes exposés essentiellement aux marchés de la zone euro ne pourrait pas utiliser de futures UKX si la première solution est utilisée, alors qu'une analyse par transparence peut permettre d'identifier une exposition par exemple de 10 % au marché d'actions britannique et la couvrir si nécessaire (après avoir pris le soin de vérifier que cette exposition est systématique).

Il appartient donc à chaque société de gestion d'adopter une ou plusieurs de ces méthodes en fonction de ses besoins en termes de gestion de portefeuille et de suivi des risques.

Suivi de la VaR réglementaire :

Certains fonds permettant l'utilisation d'instruments financiers à terme non standard, ou ayant une stratégie ayant un recours intensif ou à but d'arbitrage à des dérivés, utilisent la méthode probabiliste pour le suivi du risque global. Comment peut-on alors calculer et suivre cet indicateur lorsqu'il s'agit d'un fonds de fonds ? Comme décrit ci-dessus, les trois approches sont possibles :

- transparence ;
- historique de VL des fonds sous-jacents ;
- proxy pour chaque fonds sous-jacent après échange avec la gestion.

Ci-dessous des exemples d'outils spécifiques de suivi des risques pour les fonds de fonds :

- *workflow* identique à celui des fonds de gestion directe mais avec une intervention supplémentaire pour le paramétrage des expositions des fonds sous-jacents ;
- transparence via les systèmes de gestion des risques mais celle-ci peut être très coûteuse et disproportionnée selon la stratégie du fonds de fonds ;
- prestataires tels que les administrateurs de fonds ou des fournisseurs de service de *reporting* (éditeurs de solutions de suivi des risques).

Avec la seconde option peuvent se poser des difficultés de mise en œuvre. En effet, les fonds actions sont faciles à intégrer dans les systèmes de gestion des risques. Seules les données de code ISIN, de place de cotation et de quantité sont nécessaires. Par contre, il en est autrement pour les autres stratégies, car dans la pratique tout un référentiel titre est à recréer afin de pouvoir “reprice” les instruments financiers (obligations, convertibles,...) et en déduire leurs indicateurs de risques. C'est le cas par exemple des fonds de fonds avec une contrainte de sensibilité au taux d'intérêt.

Et enfin avec la dernière solution, la question de l'obsolescence des analyses est à considérer car le délai peut être assez important. Il pourrait donc être utile d'intégrer des indicateurs de type *turnover* des fonds sous-jacents afin de décider de retenir ou pas la transparence sur chacun des sous-jacents.

Par conséquent, la mise en place d'un proxy pour les fonds sous-jacents externes semble être l'option généralement retenue. Le degré de finesse du traitement en proxy des fonds sous-jacents externes pourrait dépendre de la volumétrie et de la stratégie du fonds de fonds :

- fonds diversifiés avec une poche de multigestion ;
- multigestion pure mono-stratégie (ou facteur de risque) ;
- multigestion pure multi-stratégies.

À titre d'exemple, un fonds d'actions de la zone Euro peut être approximé en risque par :

- l'indice Euro Stoxx ;
- ou l'indice Euro Stoxx ainsi que le niveau d'exposition du fonds ;
- ou la décomposition des expositions du fonds par pays, secteurs,...

En conclusion, pour le suivi des expositions et des limites, une approche *best-effort* peut être adoptée :

- suivi des contraintes en récupérant les bornes de sensibilités ou d'expositions des OPC sous-jacents, et en les agrégeant au niveau du fonds de fonds, ce qui donne une mesure conservatrice ;
- et en cas de dépassement, récupérer au cas par cas, soit les dernières sensibilités / expositions communiquées sur certains fonds externes, soit directement intégrer en transparence certains fonds sous-jacents (par exemple, lorsque les indicateurs ne sont pas communiqués).

## 3. Les différents *reportings*

### 3.1. *Reporting* client

#### 3.1.1. Rapports périodiques d'information

Les informations de risque présentes dans les *reportings* clients ne peuvent être réalisées que sur mesure à la demande du client et ne sont pas industrialisables. Celles pouvant être *a minima* fournies dans les *reportings* des fonds de fonds sont les expositions par stratégies ou styles de gestion lorsque cela est pertinent, par zones géographiques (pour les véhicules géographiquement diversifiés) ainsi que quelques indicateurs statistiques tels que le bêta, le *tracking-error ex-post*, la perte maximale réalisée par le passé, et éventuellement les ratios de Sharpe et d'Information.

S'agissant des fonds de fonds de *private equity*, des rapports en transparence d'expositions et de performances selon les critères classiques (stratégies, secteurs, zones géographiques,...) ainsi que des éléments d'appréciation ESG sont généralement fournis.

Concernant les indicateurs de risque *ex-ante*, ils ne sont généralement pas mentionnés dans les *reportings* clients. Leur éventuelle communication nécessite la constitution d'un lexique précisant les méthodologies ainsi que les hypothèses de calcul.

Néanmoins, il arrive que certains clients de fonds dédiés contractualisent la communication d'indicateurs de risque *ex-ante*. Dans ce cas de figure, il conviendrait de s'assurer au préalable auprès des sociétés de gestion externes dont les fonds feront partie de l'univers d'investissement du fonds de fonds dédié que toutes les informations nécessaires au calcul de ces indicateurs, y compris la transparence, seraient disponibles selon une fréquence et un délai adaptés et conformes à la réglementation applicable, notamment la position AMF n° 2004-07 sur les pratiques de *market timing* et de *late trading*.

#### 3.1.2. Rapports requis par la réglementation de clients (Solvabilité 2): inventaires "tripartites"

Contrairement aux fonds de gestion directe pour lesquels une société de gestion peut être complètement indépendante et autonome pour la production des inventaires enrichis requis dans le cadre de Solvabilité 2, des difficultés de production apparaissent lorsqu'il s'agit de fonds de fonds investis sur des parts d'OPC gérés par des sociétés externes :

- hétérogénéité<sup>4</sup> des formats de transmission et différence de qualité des informations récupérées ;
- pas de spécification précise de la manière de représenter les différents instruments pouvant être en position dans un fonds ou de calculer certaines données, donc un risque d'hétérogénéité des informations collectées ;

<sup>4</sup> Avec la promotion de l'usage de l'inventaire "tripartite" défini par le club Ampère, l'homogénéité s'améliore.

- difficultés sur certaines stratégies présentant une exposition significative via des instruments OTC tels que les CFD et les CDS, ou des obligations convertibles ;
- qualité des données reçues de certaines sociétés de gestion, car certains acteurs sont encore moins sensibles à la problématique de la transparence liée à la réglementation Solvabilité 2, mais ils sont moins nombreux ;
- intégration des informations reçues afin de les agréger dans un délai relativement court en un seul inventaire consolidé par fonds de fonds.

Tous ces points demandent la mise en place d'une organisation, de procédures opérationnelles et génèrent un supplément significatif d'activité, donc des coûts importants, généralement supportés par la société de gestion.

Concernant l'organisation, deux options peuvent être adoptées :

- Faire appel à un intermédiaire (administrateur ou spécialiste de la collecte de données) pour :
  - soit uniquement la collecte des inventaires des fonds externes, le reste du processus de production étant réalisé en interne ;
  - soit la collecte, la vérification, l'enrichissement et l'agrégation des inventaires externes pour le fonds de fonds. Il est à noter qu'en présence d'instruments OTC, il y a un fort risque de perte d'informations en cas de délégation à un prestataire ;
  - soit la production des inventaires des fonds internes à destination d'autres sociétés de gestion, afin que ces dernières les agrègent dans leur fonds de fonds ou mandat de gestion.
- Réaliser la collecte et la production du *reporting* entièrement en interne, activité généralement prise en charge par une équipe de *Reporting Client* ou de *Risk Management*.

Et concernant les *process* et méthodologies de production de la transparence, il est laissé à l'appréciation de la société de gestion, en fonction des besoins exprimés par ses clients, de :

- “transpariser” toutes les positions en parts d'OPC externes et de définir jusqu'à quel niveau de hiérarchie (par exemple, une position de moins de 10 % en parts de fonds monétaire, détenue par un fonds actions lui-même porté à hauteur de 10 % par un fonds de fonds pourrait ne pas être “transparisée”) ;
- ou définir un seuil de significativité ;
- et déterminer selon le type d'instrument, le marché ou la stratégie s'il est nécessaire de “transpariser”.

Généralement, le seuil de tolérance est plutôt décidé par le client porteur du fonds de fonds, surtout si ce dernier est dédié. Dans ce dernier cas, des exigences précises en termes de transparence sont souvent exprimées.

Enfin, il est utile de mentionner l'inflation du coût de production des inventaires en raison des ressources humaines mobilisées, des données utilisées et de la mise en place d'outils, surtout avec des portefeuilles suffisamment granulaires. Dans ce cadre, une politique d'optimisation de l'utilisation des données et de leur rediffusion auprès des clients est utile.

Enfin, s'agissant des fonds de fonds de *private equity*, la production des inventaires enrichis ne présente pas beaucoup de difficultés, notamment si celle des sous-jacents est contractualisée avec les sociétés de gestion externes.

## 3.2. Reporting lié à la réglementation applicable à la SGP (directive AIFM)

Un principe de proportionnalité est appliqué en fonction des stratégies mises en œuvre dans le fonds de fonds. Pour rappel, la communication d'informations dans le cadre de ce *reporting* ne devrait pas nécessiter l'accès à la transparence (*ESMA's Guidelines on reporting obligations under Articles 3(3)(d) and 24(1), (2) and (4) of the AIFMD - ESMA/2013/1339 (revised)*): "When reporting information on funds of funds, AIFMs should not look through the holdings of the underlying funds in which the AIF invests").

### 3.2.1. Stress tests de marchés

Des *stress* historiques peuvent être suffisants dans le cas de fonds de fonds non complexes et directionnels. Une approche alternative consisterait à définir un niveau forfaitaire en fonction de la classe d'actif ou de la stratégie et appliquer une matrice de corrélation qui serait mise à jour 1 à 2 fois par an.

### 3.2.2. Stress tests de liquidité

Une approche alliant une analyse du risque lié à la durée mais aussi au coût de liquidation, conformément à la réglementation, devrait être retenue :

- Concernant la durée, la liquidité contractuelle des sous-jacents, telle que mentionnée dans leur prospectus, pourrait être retenue. Il s'agit de collecter l'ensemble des conditions de rachat (périodicité de rachat, préavis, délai de règlement, éventuels "gate" et "hard lock-up") des fonds sous-jacents et de les agréger dans les différentes tranches de durées définies par la directive en les pondérant par leur poids dans le fonds de fonds.
- Concernant le coût, des informations contractuelles peuvent aussi être recueillies au niveau des sous-jacents telles que l'existence de *swing pricing* ou de *soft-lock-up*.



# ANNEXE 1

## Analyse de la performance passée d'un gérant de fonds *private equity* préalablement à l'investissement

Afin de limiter le risque de sélection, nous avons indiqué au paragraphe 2.1.2 que la performance passée du gérant est analysée durant la phase de *due diligence* préinvestissement. Cependant, le marché du *private equity* étant un marché de cycles, la performance – donc le prix payé pour prendre des parts de sociétés – n'est pas le seul indicateur à considérer en absolu. Il faut en effet comparer ce prix à une moyenne de marché en prenant aussi en considération le levier.

Par ailleurs, il est utile de vérifier un certain nombre de points parmi lesquels :

- l'éventuelle dépendance de la performance à la sélection d'une ou de deux sociétés (mesure de l'impact du retrait d'un faible nombre de sociétés sur la performance passée) ;
- le nombre de sociétés sur lesquelles le gérant a investi au fur et à mesure de la vie du fonds géré ;
- la répartition des investissements entre les sociétés ;
- le respect ou non de la stratégie telle qu'elle avait été convenue ;
- la réduction des pertes (*loss ratio*) grâce à l'expérience du gérant et à ses *process* de gestion.

Enfin, il faut déterminer si le *market timing* des investissements est à mettre au crédit de l'équipe de gestion ou du marché, c'est-à-dire si l'expérience du gérant a permis de générer de l'alpha. Pour ce faire, une analyse par transparence des investissements est nécessaire.

Enfin, une méthode alternative d'analyse de la performance passée d'un fonds consiste à la comparer à celles d'autres fonds de même millésime, de même taille, et investis sur une zone géographique et une stratégie similaires.



## ANNEXE 2

### Outils spécifiques de production d'inventaires TPT pour les fonds de fonds

Il s'agit principalement des bases de données internes ou externes et des outils de bureautique si la production est réalisée en interne, contrairement à ce qui peut ou a pu être fait pour les fonds de gestion directe :

- *workflow* de validation des inventaires enrichis pouvant faire intervenir différents acteurs (*Middle Office, Risk Management, reporting...*) ;
- *Portfolio Management System (PMS)* et *Risk Management System (RMS)* utilisés par la gestion et le *Risk Management*.

L'AFG remercie tous les membres du groupe de travail "Risk Fonds de fonds" qui ont participé à l'élaboration de ce guide, et en particulier son président, **Mamadou WANE** d'OFI Asset Management, qui a dirigé ce groupe de travail rattaché au Comité technique Risk Management de l'AFG, présidé par **Olivier CORBY**, Candriam France.

**Adina GURAU-AUDIBERT** en était le rapporteur AFG.

AFG – 41 rue de la Bienfaisance – 75008 Paris – Tél. : 01 44 94 94 00 – [www.afg.asso.fr](http://www.afg.asso.fr)

AFG  
Service Communication

41, rue de la Bienfaisance

75008 Paris

T: 01 44 94 94 00

 @AFG\_France

[www.afg.asso.fr](http://www.afg.asso.fr)



  
association française  
de la gestion financière