AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

AMF

Position AMF
Swaps de performance sur OPC et structurations sur gestion active – DOC-2008-14

Textes de référence : articles L. 214-20, L. 214-24-55, R. 214-19 II et R. 214-32-28 II du code monétaire et financier

1. Principes caractéristiques applicables aux swaps de performance sur OPC 2
1.1. Règles d'investissement et d'éligibilité 2
1.2. Principe de meilleure exécution 3
1.3. Valorisation 3
2. Autonomie de la société de gestion et prévention des conflits d'intérêts 3
2.1. Au niveau de l'OPC de tête 4
2.2. Au niveau des fonds sous-jacents 4
3. Modification des actifs cibles 4
3.1. Cas de structurations sur gestion active 4
3.2. Cas de structurations sur gestion passive 5
4. Information des porteurs 5
4.1. Fonds cibles 5
4.2. Profil rendement / risque du fonds de tête 6
4.3. Frais 6
5. Modalités pratiques de constitution d'un OPC ayant recours à un swap de performance sur fonds d'investissement ou recourant à une structuration sur gestion active 6

La présente position s'applique aux OPCVM, aux fonds d'investissement à vocation générale, aux fonds de capital investissement, aux fonds de fonds alternatifs, aux fonds professionnels à vocation générale, aux fonds professionnels spécialisés, aux fonds professionnels de capital investissement ainsi qu'aux fonds d'épargne salarial (les « OPC »).

Les swaps de performance sur OPC constituent des contrats financiers permettant à un OPC dit « OPC de tête » de recevoir la performance d'un ou plusieurs OPC dits « OPC sous-jacents » ou « OPC cibles ».

Le recours par un OPC à de tels contrats financiers doit bien entendu s'inscrire dans le respect des règles prudentielles et déontologiques applicables[1], mais il doit également répondre au maintien à un niveau adéquat de protection des porteurs de parts ou actionnaires.

A cet effet, notamment, les articles 411-107 et 422-68 du règlement général de l'AMF mentionnent que le document d'information clé pour l'investisseur « *contient des informations correctes, claires et non trompeuses et cohérentes* », les articles 411-113 et 422-71 du règlement général de l'AMF prévoient que le prospectus de l'OPC « *contient les renseignements nécessaires pour que les investisseurs puissent juger en pleine connaissance de cause l'investissement qui leur est proposé* ». Ainsi, aux termes des instructions n° 2011-19 et 2011-20, les conditions dans lesquelles un OPC peut avoir recours à ce type d'instrument financier doivent être décrites dans son prospectus.

[1] Et notamment dans les conditions mentionnées aux articles D 214-0 et suivants du code monétaire et financier.

Le recours à ces swaps a pour objectif :

- soit d'offrir aux investisseurs une indexation sur un panier d'OPC sous-jacents, souvent couplée à une protection partielle ou totale du capital, dans le cadre de fonds à formule, par exemple. Dans ce cas, il s'agit le plus souvent de swaps de performance sur OPC avec composante optionnelle ;
- soit de faire bénéficier les porteurs, notamment dans le cadre d'une gestion discrétionnaire, du savoir-faire de certains gestionnaires spécialisés dans des domaines particuliers ou de leur permettre d'accéder à des OPC qui n'auraient pas pu être souscrits directement à cause d'un montant initial de souscription trop élevé, par exemple. Dans ce cas, il s'agit souvent de swaps de performance sur OPC sans composante optionnelle (dits « delta one »).

Les structurations sur gestion active visent les OPC structurés sur des paniers d'actifs (actions, OPCVM/FIA…) dont la composition serait gérée activement ou régulièrement modifiée de manière plus ou moins discrétionnaire. A contrario, les structurations sur gestion passive concernent les OPC structurés dont le panier d'actifs sous-jacent est figé ou défini selon des règles prédéterminées.

En raison des difficultés posées par l'utilisation de ce type de swaps - notamment en termes d'information des porteurs, de conflits d'intérêt ou de valorisation -, de la proposition par quelques sociétés de gestion de projets de structurations sur gestion active, et dans l'optique de la mise en œuvre d'un « *level playing field* » entre OPC et titres structurés - type EMTN ou certificats - l'AMF a entrepris des travaux visant à actualiser et externaliser sa doctrine à la lumière des projets présentés, en envisageant les conditions dans lesquelles des structurations sur gestion active pourraient être éligibles au sein des OPC.
La présente position a pour objectif de présenter certains éléments auxquels il est nécessaire d'apporter une attention particulière lorsqu'un OPC a recours à des swaps de performance sur OPC ou à des structurations sur gestion active[2].

1. Principes caractéristiques applicables aux swaps de performance sur OPC

1.1. Règles d'investissement et d'éligibilité

Les swaps de performance sur OPC, en tant que contrats financiers non conclus sur des marchés à terme réglementés, doivent être conclus avec un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement dans les conditions prises en application des articles L. 214-20 et L. 214-24-55, et mentionnées au deuxième alinéa du II des articles R. 214-19 et R. 214-32-28 du code monétaire et financier. De plus, le recours à ces instruments est soumis à la limite d'exposition au risque de contrepartie définie au 5ème alinéa de l'article R. 214-21 et à l'article R. 214-32-29 du code monétaire et financier et aux règles de risque global fixées notamment aux articles R. 214-30 et R. 214-32-41 du même code[3].
Les fonds sous-jacents aux contrats de swap doivent respecter les conditions d'éligibilité et de composition de l'actif, conformément au principe de transparence énoncé aux articles R. 214-15-1 et R. 214-32-24 du code monétaire et financier. Ainsi, les swaps ne peuvent en aucun cas permettre à un OPC de recevoir la performance d'un fonds qu'il ne pourrait pas détenir en direct. De plus, le recours à de tels contrats financiers ne peut avoir pour effet de conduire un OPC à contourner les règles de composition de l'actif qui lui sont applicables. En particulier, un OPC exposant 100 % de son actif, via un contrat de swap, aux risques d'autres OPC, doit respecter les ratios de division de risques applicables aux OPC qui

[2] L'ensemble de la réglementation régissant les OPCVM, les fonds d'investissement à vocation générale, les fonds de capital investissement, les fonds de fonds alternatifs, les fonds professionnels à vocation générale, les fonds professionnels de capital investissement, les fonds d'épargne salariale et les sociétés de gestion est bien entendu applicable. Précisons néanmoins que les fonds professionnels spécialisés ne sont pas concernés par la totalité des recommandations de cette position dans la mesure où, par nature, ils ne sont pas soumis à agrément ni à certaines dispositions réglementaires.
[3] La limite de risque global est fixée, de manière générale, aux articles R. 214-30 et R. 214-32-41 du code monétaire et financier et aux articles R. 214-193 pour les fonds professionnels à vocation générale. Les modalités de calcul du risque global sont exposées aux articles 411-71-1 à 411-81 et 422-50 à 422-60 du règlement général de l'AMF et précisées dans l'instruction n° 2011-15.

investissent en parts ou actions d'autres OPCVM ou FIA de droit français ou étranger ou de fonds d'investissement de pays tiers[4].
Au-delà des dispositions réglementaires précitées, ce principe de transparence doit également s'appliquer quelles que soient les règles spécifiques d'investissement (telles que la nature des OPC sous-jacents ou les limites d'exposition à des OPC) qui pourraient être définies dans le prospectus de l'OPC de tête.

1.2. Principe de meilleure exécution

Conformément au principe de meilleure exécution, selon lequel les sociétés de gestion de portefeuille s'assurent du meilleur résultat possible pour leur client[5], la société de gestion du fonds de tête doit pouvoir bénéficier des meilleures conditions possibles sur les fonds cibles choisis. Aussi, si ces fonds cibles présentent plusieurs catégories de parts, les parts des fonds sous jacents sélectionnées dans le cadre du swap devraient être celles présentant les frais et commissions les plus faibles, comme cela serait le cas si l'OPC de tête souscrivait directement dans les fonds cibles. De même, il paraîtrait peu opportun, pour un OPC de tête, de conclure un swap sur des fonds de distribution, à moins que la performance reçue n'intègre la capitalisation des coupons ou que, lorsque cela est possible, les coupons ne soient versés à l'OPC de tête. Par ailleurs, lorsque la contrepartie du swap de performance bénéficie de rétrocessions de frais de gestion de la part des fonds sous-jacents, il appartient à la société de gestion du fonds de tête de s'assurer que ces rétrocessions sont prises en compte dans le coût du swap de performance et que le schéma retenu n'a pas pour objet de contourner les règles relatives aux rétrocessions.

1.3. Valorisation

L'OPC de tête doit employer « une méthode permettant une évaluation précise et indépendante des positions et opérations de portefeuille géré, et notamment de la valeur des contrats financiers de gré à gré **»**, conformément à l'article L. 533-10-1 du code monétaire et financier.
Or, la valorisation des swaps de performance sur OPC s'avère beaucoup plus délicate que celle d'autres dérivés complexes compte tenu de la nature même des sous-jacents qui présentent une plus faible liquidité que les actifs traditionnels et un comportement qui n'est pas toujours comparable ou déductible des données de marché disponibles pour les classes d'actifs traditionnelles. Aussi, afin de tenir compte de cette particularité, les fonds cibles doivent avoir une fréquence de valorisation compatible avec celle de l'OPC de tête et un comportement modélisable de manière fiable (à partir de simulations, par exemple). A cet égard, la société de gestion de l'OPC de tête doit être vigilante sur les méthodes de valorisation utilisées (modèles et paramètres de marché).

2. Autonomie de la société de gestion et prévention des conflits d'intérêts

En application des articles L. 214-9 et L. 214-24-44 du code monétaire et financier, le rôle de la contrepartie du swap de performance ne doit en aucun cas porter atteinte à l'autonomie de gestion de l'OPCVM ou FIA de tête ou des fonds cibles.
Par ailleurs, conformément à l'article L. 533-10 du code monétaire et financier[6] et l'article 313-20 et 318-15 du règlement général de l'AMF, la société de gestion « établit et maintient opérationnelle une politique de gestion efficace des conflits d'intérêts ».

[4] Ces ratios sont définis notamment aux articles R. 214-25, R. 214-32-42, R. 214-32-33 et R. 214-32-35 selon la nature juridique du fonds de fonds en question.
[5] Cf. I de l'article L. 533-18 du code monétaire et financier.
[6] « *Les prestataires de services d'investissement doivent : […] 3. Prendre toutes les mesures raisonnables pour empêcher les conflits d'intérêts de porter atteinte aux intérêts de leurs clients. Ces conflits d'intérêts sont ceux qui se posent entre, d'une part, les prestataires eux-mêmes, les personnes placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte ou toute autre personne directement ou indirectement liée à eux par une relation de contrôle et, d'autre part, leurs clients, ou bien entre deux clients, lors de la fourniture de tout service d'investissement ou de tout service connexe ou d'une combinaison de ces services. Lorsque ces mesures ne suffisent pas à garantir, avec une certitude raisonnable, que le risque de porter atteinte aux intérêts des clients sera évité, le prestataire informe clairement ceux-ci, avant d'agir en leur nom, de la nature générale ou de la source de ces conflits d'intérêts ;… »*

2.1. Au niveau de l'OPC de tête

La société de gestion de l'OPC de tête doit effectuer ses propres diligences pour la sélection des fonds cibles et aucune clause du contrat d'échange ne peut autoriser l'intermédiaire à intervenir en cours de vie dans les choix d'investissement ou de désinvestissement réalisés par l'OPC, c'est-à-dire dans le choix des fonds cibles. En effet, pour ses propres besoins de couverture, la contrepartie pourrait avoir besoin que soient satisfaites certaines conditions portant sur les fonds cibles avant de conclure le swap avec l'OPC de tête (historique minimal de valeurs liquidatives, encours suffisamment élevé ou emprise limitée, volatilité réduite…) et s'autoriser à ajuster les sous-jacents sur lesquels porte le swap de performance.
De plus, les diligences éventuelles effectuées par la contrepartie du swap n'exonèrent pas la société de gestion de devoir réaliser ses propres diligences, ni n'altèrent la responsabilité de la société de gestion quant au choix des fonds sous-jacents. Cette dernière doit en particulier s'assurer que les obligations contractuelles et contraintes définies *ab initio* avec la contrepartie du swap de performance sont compatibles avec l'objectif de gestion de l'OPC de tête et son profil de risque.

2.2. Au niveau des fonds sous-jacents

Une attention particulière doit être apportée sur les modalités de structuration de l'OPC de tête, afin de limiter l'impact potentiel de la contrepartie du swap sur la gestion et la performance des fonds cibles. Deux éléments doivent, à cet égard, être examinés :

- l'emprise maximale de l'OPC de tête sur chacun des fonds cibles (via la contrepartie du swap), en tenant compte de l'évolution de la couverture en cours de vie ;
- le nombre de fonds sous-jacents au swap, tout particulièrement dans le cas de swaps avec composante optionnelle.

La possible influence de la contrepartie sur la performance et la gestion des fonds cibles est en effet d'autant plus importante que l'emprise est élevée et / ou le nombre de sous-jacents faible. Par exemple, si l'emprise sur un des fonds cibles est importante et si la contrepartie intervient directement sur les parts des fonds pour se couvrir, alors, en tant que porteur principal, elle serait susceptible d'avoir une influence sur les choix de gestion du fonds sous-jacent en question, ou de dégrader sa performance (via des souscriptions / rachats fréquents et massifs) au détriment des autres porteurs.
L'influence de la contrepartie sur la performance des fonds cibles peut se trouver réduite si celle-ci gère sa couverture sans souscrire de parts de ces fonds mais en intervenant, par exemple, sur des indices ou des actifs dont le comportement se rapproche de celui des fonds. Mais ce mode de couverture peut inversement présenter des inconvénients : la qualité de la couverture de la contrepartie peut être impactée par une divergence de comportement entre les fonds cibles et les sous-jacents sur lesquels la couverture est réalisée, ce qui est susceptible d'amener la contrepartie à intervenir dans les choix de gestion des fonds cibles ou encore d'engendrer des coûts de structuration plus élevés.

En tout état de cause et quelle que soit la solution retenue, il appartient à la société de gestion de l'OPC de tête de s'assurer que le schéma global proposé permet de gérer de façon adéquate tous risques de conflits d'intérêt et n'est pas de nature à remettre en cause l'autonomie de la gestion de fonds cibles, notamment à travers l'intervention de sa contrepartie.[7]

3. Modification des actifs cibles

3.1. Cas de structurations sur gestion active

Lorsqu'un OPC est structuré sur un panier d'actifs géré de manière active, le processus de sélection des actifs sous-jacents doit reposer sur des critères suffisamment précis (tels que la volatilité, la corrélation, la *tracking-error*,...), pour que la contrepartie puisse anticiper correctement le comportement des actifs et par conséquent maîtriser ses risques. Cette condition permet en effet d'éviter des aléas de valorisation excessifs ou des risques aggravés de conflits d'intérêts. Dans ce cas, la société de gestion de l'OPC de

[7] En tenant compte par exemple du choix des fonds cibles, de la structuration de l'OPC de tête et du mode de couverture retenu.

tête doit veiller à la transparence et à la traçabilité de la gestion active mise en œuvre ainsi qu'à la bonne information de ses porteurs.

De manière plus marginale, il peut exister des situations dans lesquelles l'OPC de tête décide ponctuellement du remplacement d'un des actifs sous-jacents pour des motifs à caractère discrétionnaire (volonté d'intégrer un actif dont les performances attendues sont meilleures que celles des actifs actuels du panier, par exemple). Il est rappelé que ce type de changement doit faire l'objet d'une notification préalable de l'AMF afin de déterminer si cette modification est soumise à agrément (mutation) ou non (changement).

3.2. Cas de structurations sur gestion passive

S'agissant des OPC structurés dont le panier sous-jacent est *a priori* figé, la modification des actifs cibles doit rester exceptionnelle. Les clauses permettant le remplacement de ces actifs doivent être précises et reposer sur des critères objectifs.
Lorsque le panier sous-jacent est constitué de fonds, deux types d'événements peuvent justifier le remplacement d'un des composants :

- les modifications relatives aux conditions d'accès au fonds par la contrepartie (augmentation des commissions de souscriptions / rachats, diminution des encours en deçà d'un certain seuil, suspension de la valeur liquidative…) ;
- les modifications relatives à la gestion du fonds matérialisées par une modification du prospectus (changement d'objectif de gestion, de stratégie d'investissement, fusion…).

Le fonds sélectionné en remplacement doit avoir des caractéristiques similaires à celles du fonds remplacé (classification, objectif de gestion, univers d'investissement, profil de risque…).
Afin de s'assurer que le remplacement d'un actif n'impacte pas significativement la valeur du swap de performance ni le profil de la formule, la société de gestion de l'OPC de tête doit être en mesure d'apprécier la pertinence et le coût de ce changement de sous-jacent par la mise en œuvre de diligences adéquates sur la volatilité du nouveau sous-jacent et sa corrélation avec les autres actifs.

4. Information des porteurs

4.1. Fonds cibles

Dans le cas des OPC dont l'objectif consiste totalement ou principalement à délivrer la performance d'un panier de fonds cibles, le prospectus doit présenter les fonds sous-jacents et leur allocation dans le panier.
S'agissant des modalités de remplacement des fonds cibles, le prospectus complet de l'OPC de tête doit mentionner les événements justifiant le remplacement d'un fonds cible, les conditions de son remplacement et les modalités d'information des porteurs ou actionnaires prévues. Pour rappel, cette information doit prendre la forme d'une information particulière aux porteurs ou actionnaires et être explicite quant à l'impact de la modification du panier de fonds cibles sur le rendement attendu.

Dans les autres cas[8] :

- la stratégie d'investissement du document d'information clé pour l'investisseur doit mentionner les fourchettes d'exposition aux fonds sous-jacents et, selon le niveau d'exposition, les caractéristiques susceptibles d'être retenues dans la sélection de ces fonds (stratégies mises en œuvre, univers d'investissement…) ;
- le prospectus doit en outre préciser les conditions dans lesquelles l'OPC de tête a recours à de tels contrats de swaps, et préciser leurs caractéristiques (« *delta one* », composante optionnelle…).

[8] Il s'agit par exemple des OPC dont l'objectif consiste à utiliser les swaps de performance de manière occasionnelle ou plus marginale.

4.2. Profil rendement / risque du fonds de tête

Le prospectus ne doit pas comporter d'ambiguïté quant au caractère « optimal » ou « optimisé » de la gestion mise en œuvre. En particulier, il doit clairement faire état des contraintes qui pèsent sur la sélection des fonds sous-jacents. Ainsi, lorsque l'OPC de tête est un fonds à formule indexé sur un panier de fonds, la rubrique avantages / inconvénients peut, par exemple, mentionner que les sous-jacents sont choisis pour leur bonne corrélation avec un indice, cette contrainte pouvant cependant réduire en partie la possibilité de sélectionner des sous-jacents présentant une forte surperformance par rapport au marché.
Par ailleurs, le profil de risque doit intégrer les risques spécifiques liés au recours à des swaps de performance ou à la structuration sur gestion active.

4.3. Frais

Au même titre que pour les fonds de fonds, le prospectus de l'OPC de tête doit mentionner le montant des frais maximaux supportés par les fonds cibles. Dans le cas de swaps sans composante optionnelle, les frais des fonds sous-jacents doivent être intégrés au total de frais courant, en déduisant, le cas échéant, les rétrocessions acquises à l'OPC de tête.

5. Modalités pratiques de constitution d'un OPC ayant recours à un swap de performance sur fonds d'investissement ou recourant à une structuration sur gestion active

Préalablement à la première utilisation de swaps de performance sur OPC avec composante optionnelle, la société de gestion doit avoir précisé, dans son programme d'activité initial ou lors d'une mise à jour, l'organisation ainsi que les moyens humains et techniques relatifs au recours à ce type de swaps.

Le dossier de demande d'agrément déposé à l'AMF lors de la constitution d'un OPC recourant à une **structuration sur gestion active** devra comprendre une note technique décrivant :

- l'objectif poursuivi et les raisons pour lesquelles les actifs cibles ont été sélectionnés ;
- les modalités de couverture de la contrepartie et de structuration de l'OPC (niveau d'emprise…) ainsi que tout autre élément permettant de s'assurer que les risques de conflits d'intérêt sont maîtrisés et l'autonomie de gestion préservée ;
- le périmètre de la gestion active mise en œuvre et les moyens mis en place pour assurer la transparence et la traçabilité de cette gestion ;
- s'il s'agit d'une structuration sur fonds d'investissement, les caractéristiques des fonds cibles (classification, objectif de gestion, frais, cible de clientèle…) et toute autre information justifiant que l'OPC de tête a cherché à obtenir les meilleures conditions sur les fonds sous-jacents.

S'agissant des **structurations sur gestion passive**, certains des éléments présentés dans la liste ci-dessus pourront être annexés au dossier de création de l'OPC lorsque la société de gestion jugera ces informations nécessaires à l'instruction du dossier d'agrément ou que l'OPC en question présente des particularités nouvelles[9].

[9] Ces éléments pourront être présents dans le dossier si, par exemple, il s'agit du premier OPC de la société de gestion recourant à un swap de performance sur fonds.