



AVRIL 2020
SYNTHÈSE DES CONTRÔLES SPOT

**REPORTING AIFM PAR LES
SOCIÉTÉS DE GESTION DE
PORTEFEUILLE**

amf-france.org

INTRODUCTION

Cette série de contrôles SPOT de l'année 2019 visant des sociétés de gestion de portefeuille (« SGP ») a porté sur la revue du dispositif de *reporting* AIFM de 5 acteurs. Comme annoncé dans les priorités de supervision 2019, « un des objectifs premiers de la Directive AIFM était d'introduire pour les SGP et les fonds d'investissement alternatifs (FIA) des exigences de reporting à des fins de surveillance et de stabilité financière. La Directive demande ainsi aux sociétés de gestion de produire un reporting en risque, fournissant des éléments sur les sociétés de gestion et les fonds, relatifs tant à la composition de l'actif qu'au niveau de risque de chaque fonds (de liquidité, de levier, etc.). Il comprend également des données descriptives de la stratégie et des expositions de chaque FIA. Un enjeu crucial reste la qualité des données reçues. [...] Des travaux sont par ailleurs menés au niveau européen au sein de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) ». Cette action de supervision s'inscrit dans la continuité de l'étude de C. Le Moign et K. Siempis publiée en janvier 2019 et intitulée « premiers enseignements du reporting AIFM ».

L'objectif principal de ces contrôles ciblés a été de s'assurer (i) de la qualité des données transmises à l'AMF dans les *reportings* et (ii) des procédures et contrôles mis en place par les SGP.

Ces contrôles sur le *reporting* AIFM menés en 2019 ont été réalisés conjointement dans cinq SGP. Les vérifications ont porté sur la période 2017-2018 et ont permis d'examiner :

- l'organisation et les procédures relatives au *reporting* AIFM ;
- la qualité et la complétude des données transmises à l'AMF ;
- les méthodologies de calcul des leviers, la gestion de la liquidité et la réalisation de *stress tests* ;
- le dispositif de contrôle des *reportings* AIFM par les SGP ;
- l'information communiquée aux investisseurs en matière de levier et de liquidité.

3 contrôles classiques ont également porté sur ce thème en 2019. Cette synthèse prend également appui sur l'analyse des données collectées par l'AMF et les actions de suivi.

La présente note a pour objet d'apporter un éclairage sur les pratiques des SGP sous revue relatives à leur dispositif de *reporting* AIFM.

L'AMF relève, au travers des constats mis en exergue par cette série de missions SPOT, que des améliorations doivent être apportées au dispositif en place au sein des SGP contrôlées.

Ce document ne constitue ni une position, ni une recommandation. Les pratiques identifiées comme 'bonnes' ou 'mauvaises' soulignent des approches constatées lors des contrôles et susceptibles de favoriser, ou de compliquer, le respect de la réglementation en matière de création, de transmission, de contrôle et de diffusion des informations des *reportings* AIFM.

SOMMAIRE

1	RÉSUMÉ DES PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS DES MISSIONS	4
2	CONTEXTE ET PÉRIMÈTRE.....	7
2.1	DONNÉES GLOBALES ET PRÉSENTATION DE L'ÉCHANTILLON DE SGP CONTRÔLÉES.....	7
2.2	RÉGLEMENTATION APPLICABLE	8
3	CONSTATS ET ANALYSES.....	8
3.1	ORGANISATION DES SGP ET EXISTENCE DE PROCÉDURES	9
3.2	PÉRIMÈTRE ET COMPLÉTUDE DES <i>REPORTINGS</i> TRANSMIS À L'AMF.....	10
3.3	ESTIMATION DU PROFIL DE LIQUIDITÉ	12
3.4	ESTIMATION DU LEVIER	19
3.5	CONTRÔLES RÉALISÉS	21
3.6	INFORMATION COMMUNIQUÉE AUX INVESTISSEURS EN MATIÈRE DE LEVIER ET DE LIQUIDITÉ	22

1 RÉSUMÉ DES PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS DES MISSIONS

➤ Périmètre du reporting

Les SGP « AIFM » peuvent être partiellement ou intégralement soumises à la Directive AIFM, soit en raison de seuils d'actifs des FIA gérés, soit du fait de leur décision de se soumettre intégralement au régime (« opt-in »). La périodicité d'envoi des *reportings* à l'AMF peut être annuelle, semestrielle ou trimestrielle, selon la valeur des actifs des FIA gérés.

Tableau 1 : périodicité des reportings¹

Type de reporting	Actifs de la SGP <= seuils (100 M€ et 500 M€)	Actifs de la SGP > seuils mais <= 1 Md€	Actifs de la SGP > 1 Md €
Reporting de base AIFM (articles 3(3)(d) et 24(1) de la Directive 2011/61/UE, article 110 (1 et 3) du Règlement délégué n°231/2013)	Annuel	Semestriel	Trimestriel
Reporting "allégé" FIA (articles 3(3)(d) et 24(1) de la Directive 2011/61/UE, article 110 (1 et 3) du Règlement délégué n°231/2013)	Annuel (pour chaque FIA géré)	Semestriel (pour chaque FIA géré)	Trimestriel (pour chaque FIA géré)
Reporting "complet" FIA (article 24(2) de la Directive 2011/61/UE, article 110 (2 et 3) du Règlement délégué n°231/2013)	Annuel uniquement si opt-in	Semestriel (pour chaque FIA géré)	Trimestriel (pour chaque FIA géré)
Effet de levier (article 24(4) de la Directive 2011/61/EU, articles 110 (3 et 5) et 111 du Règlement délégué n°231/2013)	Annuel uniquement si opt-in et EL >3	Semestriel si EL >3	Trimestriel si EL >3
Nombre de SGP françaises ayant communiqué au moins un reporting à fin 2018	298	73	104

Le reporting AIFM permet à l'AMF de recueillir des informations sur :

- les SGP AIFM :
 - ✓ l'identification du gérant et le type de reporting ;
 - ✓ les 5 principaux marchés/places de négociation sur lesquels il intervient avec la valeur agrégée des actifs négociés ;
 - ✓ les 5 principaux instruments négociés ;
 - ✓ les encours sous gestion.
- les FIA :
 - ✓ les caractéristiques du fonds, ses identifiants (Codes LEI, ISIN, CUSIP², SEDOL³, Bloomberg, Reuters, autres) ;
 - ✓ les 5 principaux instruments négociés par le FIA incluant le code de l'instrument, son nom, le marché sur lequel il est négocié le cas échéant, son code, le sens (achat/vente), le montant négocié, etc. ;
 - ✓ la répartition du portefeuille par zone géographique ;

¹ Source : « Premiers enseignements du reporting AIFM », publiée par l'AMF le 23 janvier 2019.

² Committee on Uniform Security Identification Procedures, code d'instrument principalement utilisé pour les titres aux États-Unis et au Canada.

³ Stock Exchange Daily Official List, code d'instrument utilisé pour les titres en Grande Bretagne et en Irlande.

- ✓ les données sur les transactions ;
- ✓ la concentration des investisseurs si elle est connue ;
- ✓ la typologie des investisseurs (ménage, banques, gouvernements/entités publiques, etc.) ;
- ✓ les 5 principales contreparties ;
- ✓ la présentation littéraire des stratégies de gestion ;
- ✓ les données relatives à la liquidité de l'actif et du passif du fonds ;
- ✓ les résultats des *stress tests*.

➤ **Glossaire**

Terme	Explication
FIA	Fonds d'investissement Alternatifs issus de la Directive AIFM (n°2011/61/UE)
AIFM	Gérant du FIA ou le FIA lui-même s'il est autogéré
Directive AIFM	Directive AIFM n°2011/61/UE
RD AIFM	Règlement délégué (UE) n°231/2013 de la Commission du 19 décembre 2012
Périmètre (article 24 de la Directive AIFM)	Le <i>reporting</i> AIFM porte sur l'AIFM ainsi que les « FIA de l'Union qu'il gère et [...] FIA qu'il commercialise dans l'Union [...] »
Périodicité des reportings	Cf. tableau 1 <i>supra</i> relatif à la périodicité de la déclaration.
Reporting de base sur les gestionnaires (1 de l'article 24 de la Directive AIFM) Guidelines de l'ESMA ⁴ , Annexe II-XI	Ce reporting comprend notamment : <ul style="list-style-type: none"> - l'identification du gestionnaire : nom, code d'identification national, LEI, juridiction ; - 5 principaux marchés dont il est membre ou sur lesquels il est actif (en indiquant les codes MIC) ; - 5 principaux instruments qu'il négocie, leur ventilation en instruments financiers et autres actifs, les stratégies d'investissement des FIA ainsi que leurs principaux secteurs et zones géographiques d'investissement ; - la diversification/concentration du portefeuille du FIA, notamment ses principales expositions et ses concentrations les plus importantes.
Reporting « allégé » sur les FIA (1 de l'article 24 de la Directive AIFM)	Ce <i>reporting</i> porte sur chaque FIA et doit indiquer les principales expositions et concentrations de chacun des FIA gérés.
Reporting « complet » sur les FIA (2 de l'article 24 de la Directive AIFM)	Ce <i>reporting</i> porte sur chaque FIA et comprend, outre le <i>reporting</i> de base, (i) le pourcentage d'actifs du FIA qui font l'objet d'un traitement spécial du fait de leur nature non liquide, (ii) toute nouvelle disposition prise pour gérer la liquidité du FIA et (iii) le profil de risque actuel du FIA et les systèmes de gestion des risques utilisés par le gestionnaire pour gérer les risques de marché, de liquidité, de contrepartie et autres, y compris le risque opérationnel.
Reporting spéciaux sur les FIA (4 de l'article 24 de la Directive AIFM)	Les <i>reportings</i> spéciaux sont exigibles si l'AIFM gère des FIA recourant à l'effet de levier de manière substantielle, à savoir pour plus de trois fois l'actif net du fonds. Ils consistent à fournir : <ul style="list-style-type: none"> - le niveau général de levier pour chaque FIA qu'il gère, son origine (emprunts de liquidités et/ou de valeurs mobilières, recours à des instruments financiers dérivés) ; - ses cinq principales sources de liquidités ou de valeurs mobilières empruntées ; - le montant du levier reçu pour chacune de ces sources.
Calcul de l'effet de levier par la méthode brute (article 7 du RD AIFM)	L'exposition brute du FIA (la somme des valeurs absolues de toutes les positions - hors trésorerie et équivalents de trésorerie en devises du fonds et hors emprunts de liquidité - les dérivés représentés par leur équivalent sous-jacents et les emprunts - s'ils sont réinvestis), rapportée à la valeur de l'inventaire.
Calcul de l'effet de levier par la méthode de l'engagement (article 8 du RD AIFM)	La somme des valeurs absolues des positions après prise en compte des règles de couverture et de compensation .

⁴ ESMA/2013/600 du 24 mai 2013.

Les cinq SGP contrôlées sont toutes intégralement soumises à la Directive AIFM. Trois sont soumises au *reporting* trimestriel et deux au *reporting* semestriel compte tenu de la taille des actifs sous gestion. Seule une SGP délègue à un prestataire externe l'agrégation des données de ses FIA, leur contrôle et leur remise à l'AMF. Les quatre autres ont internalisé ces opérations à partir d'outils informatiques propres.

Les travaux ont permis de constater que sur les exercices 2017 et 2018, le nombre de *reporting* remis à l'AMF a été conforme au nombre de *reporting* attendus, excepté pour le *reporting* d'un fonds de droit non européen commercialisé dans l'Union (la SGP ayant régularisé l'anomalie en cours de contrôle). Cependant, des données étaient manquantes dans les *reportings* des 5 SGP, s'agissant des codes ISIN et/ou LEI (3 SGP/5), de la stratégie de gestion, (2/5), de la concentration des investisseurs (1/5), des mécanismes de négociation et de compensation pour les risques de contrepartie (2/5), de l'existence de régimes spéciaux (5/5). De surcroît, trois SGP n'ont transmis aucun *reporting* spécial à l'AMF alors que les leviers de plusieurs de leurs fonds l'exigeaient, étant au moins trois fois supérieurs à leur actif net. Enfin, une SGP a déclaré à l'AMF des leviers négatifs pour ses fonds, ce qui est impossible par construction puisque les positions sont calculées en valeur absolue.

La mission de contrôle a constaté que les 5 SGP contrôlées disposaient toutes de procédures spécifiques au *reporting* AIFM ou détaillant ses modalités, en matière de calcul des leviers, de gestion de la liquidité, d'obligations déclaratives et de réalisation de *stress tests*. Cependant, ces procédures ne sont pas suffisamment opérationnelles, puisqu'elles n'encadrent pas la traçabilité des données utilisées (2/5), les modalités de calcul du levier (2/5) et le périmètre du *reporting* (2/5), ne définissent pas les hypothèses retenues en matière de gestion de la liquidité dans des conditions normales de marché et en période de *stress* (3/5), ne prennent pas en compte le délai de règlement-livraison des actifs des fonds pour établir leur profil de liquidité au passif (5/5), et ne documentent pas les résultats obtenus lors des *stress tests* (1/5).

L'analyse par la mission de contrôle des fichiers de calcul ayant permis aux 5 SGP de préparer leurs *reportings* AIFM a révélé, pour 4 des SGP, quelques écarts dans les résultats avec les données présentes dans les *reporting* transmis à l'AMF. Les SGP expliquent ces écarts, relativement faibles, par des variations de taux de change, ou la prise en compte de dates différentes pour les données ou de quelques valeurs négatives pour la NAV des fonds (2/5), par un traitement erroné des *futures* de change, à savoir la prise en compte de la valeur du contrat et non de son notionnel concernant les leviers (1/5), et par des différences de *bucket*⁵ entre les *reporting* internes et les *reportings* AIFM (1/5).

En complément de l'échantillon de ces 5 sociétés, les constats relevés dans le cadre de contrôles « classiques » de 3 SGP ont été intégrés dans l'analyse de la gestion de la liquidité.

Ainsi, il ressort que le dispositif de gestion du risque de liquidité est complet et opérationnel pour 7 SGP sur 8. Cependant, certains critères de liquidité des actifs ne sont justifiés qu'à dire d'expert (8/8), la déformation du portefeuille provoquée par la liquidation d'actifs n'est pas prise en compte (7/8), le délai de règlement-livraison des titres dans l'estimation de la liquidité des fonds n'est pas pris en considération (7/8). Seules deux SGP ont établi une méthode de gestion du passif, l'une en affectant la totalité du passif à un seul horizon de temps, l'autre en veillant à sa diversification. Les *stress tests* réalisés par les SGP, visant à simuler une situation de crise, n'étaient pas suffisamment opérationnels (6/8), car les hypothèses retenues étaient insuffisamment explicitées et documentées (4/8), et la distinction entre la gestion de la liquidité dans des conditions normales de marché et celle dans le contexte d'un marché en crise n'était pas expliquée (2/8). De plus, l'existence et les résultats de ces *stress tests* n'ont pu être confirmés et justifiés (4/8).

⁵ Classement par catégorie de liquidité.

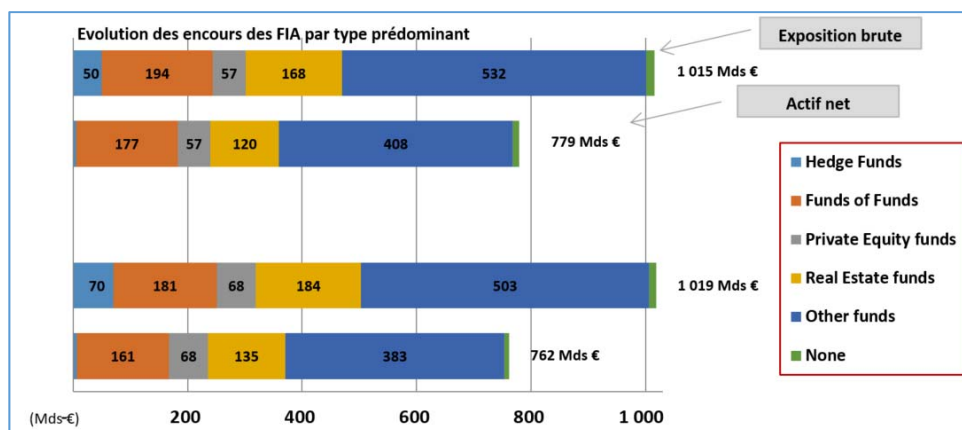
Par ailleurs, seules 3 SGP sur les 5 de la campagne SPOT ont procédé à des contrôles permanents et périodiques sur le *reporting* AIFM, bien que l'absence de traçabilité de certains calculs et données sources n'ait pas permis à la mission de contrôle de corroborer leurs conclusions sur la conformité des *reportings* et la correcte gestion des risques.

Enfin, bien que le gestionnaire doive porter à la connaissance des investisseurs les risques et les niveaux des leviers des FIA gérés, 2 SGP sur 5 n'ont pas communiqué d'informations claires et exactes en la matière dans les prospectus et les rapports annuels des fonds.

2 CONTEXTE ET PÉRIMÈTRE

2.1 DONNÉES GLOBALES ET PRÉSENTATION DE L'ÉCHANTILLON DE SGP CONTRÔLÉES

À fin 2018, 7 593 fonds faisaient l'objet d'un *reporting* AIFM auprès de l'AMF, pour 762 Mds € d'actifs nets et 1 019 Mds € d'exposition (7 461 fonds, pour 779 Mds € d'actifs nets et 1 015 Mds € d'exposition en 2017).



Les cinq SGP retenues pour ce contrôle thématique ont été sélectionnées pour la diversité des stratégies de gestion mises en œuvre, permettant d'observer la manière dont les SGP concernées établissent les mesures de leviers et de liquidité. N'ont pas été retenues les SGP gérant des fonds de capital-investissement ou des fonds immobiliers. Elles sont toutes intégralement soumises à la Directive AIFM (trois sont soumises au *reporting* trimestriel et deux au *reporting* semestriel) :

- la SGP n°1 est indépendante, spécialisée dans la sélection d'instruments de crédit, pour une clientèle exclusivement professionnelle (principalement des institutionnels) ;
- la SGP n°2 est majoritairement détenue par un institutionnel (un groupe d'assurance). Ses prestations sont uniquement destinées à des clients professionnels ;
- la SGP n°3 est indépendante, spécialisée dans la gestion systématique. Sa clientèle est composée de particuliers et de professionnels, mais les FIA qu'elle gère sont uniquement destinés à des clients professionnels ;
- la SGP n°4 est indépendante, spécialisée dans la gestion systématique. Les clients des FIA qu'elle gère sont uniquement des professionnels, principalement domiciliés à l'étranger ;
- la SGP n°5 appartient à un groupe bancaire. Sa clientèle est composée à 97 % de clients institutionnels.

Les constats relatifs à la gestion de la liquidité réalisés à l'occasion de contrôles classiques de 3 SGP ont été ajoutés à la présente note. Ces 3 SGP, intégralement soumises à la Directive AIFM (deux étant soumises au *reporting* trimestriel et une au *reporting* annuel), sont, pour la première, majoritairement détenue par une banque et de clientèle exclusivement professionnelle (SGP n°6), pour la deuxième, indépendante et de clientèle essentiellement non professionnelle (SGP n°7), et, pour la troisième, détenue par un établissement de crédit et gérant des FIA uniquement destinés à des clients non professionnels (SGP n°8).

2.2 RÉGLEMENTATION APPLICABLE

Pour réaliser ses travaux, la mission de contrôle s'est principalement appuyée sur les principales sources de droit suivantes :

- la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 (« **Directive AIFM** ») et notamment ses articles 23, 24 et 25, concernant les informations à communiquer aux investisseurs (notamment en matière de liquidité et de levier), les obligations en matière de comptes rendus à l'égard des autorités compétentes et l'utilisation des informations par les autorités compétentes, la coopération en matière de surveillance et les limites à l'effet de levier ;
- le code monétaire et financier, articles L.214-24-20 et L. 533-22-2-1 ;
- le règlement délégué (UE) n°231/2013 de la Commission du 19 décembre 2012 (« **RD AIFM** »), dans ses articles 2, 6 à 11, 38 à 40, 42 à 49, 57, 61, 62, 75 à 81, 103 à 112 et ses annexes ;
- le règlement général de l'AMF (« **RG AMF** »), dans ses articles 321-23, 321-30, 321-31, 321-36, 321-77, 321-78, 321-79, 321-83, 421-34 à 421-37 ;
- le Q&A de l'ESMA sur la Directive AIFM (ESMA34-32-352) ;
- les instructions AMF n°2011-20 et 2012-06, ainsi que la position 2014-09 qui transpose les guidelines de l'ESMA (ESMA/2014/869FR).

3 CONSTATS ET ANALYSES

En préambule, il convient de souligner que les éléments à collecter et calculer par les SGP en vue de l'établissement de leur reporting AIFM sont pour l'essentiel en lien direct avec leurs activités courantes. À cet égard, le reporting AIFM doit donc être intégré, autant que possible, aux processus de gestion et outils internes de gestion des SGP, notamment en matière de gestion des risques. Il ne doit pas être compris par les SGP comme un exercice administratif à mener de manière indépendante et selon un niveau d'exigence différent de celui que s'imposent les SGP dans le cadre de leur gestion quotidienne. Il convient de rappeler que la fiabilité des données constitue un enjeu majeur afin de permettre leur exploitation au niveau national et européen et leur utilisation par l'ESMA dans le cadre d'une analyse globale des risques.

3.1 ORGANISATION DES SGP ET EXISTENCE DE PROCÉDURES

Les *reportings* AIFM agrègent des données et informations très différentes⁶ tant en termes de nature qu'en termes de réponses attendues, alternant les données chiffrées et les explications sous forme de texte (*cf. infra*).

Ainsi, la confection du *reporting* requiert le concours de nombreux services et/ou expertises ainsi que l'agrégation de données. Les calculs ne sont pas toujours automatisés par les SGP et dépendent notamment des stratégies de gestion (*cf. les notions de compensation ou de couverture infra*) et des réponses parfois qualitatives à donner (régimes spéciaux par exemple). Dans ce contexte, la coordination de l'ensemble des travaux / remontées de données ainsi que la définition des contrôles de 1^{er} niveau et la répartition des tâches, jusqu'à la validation et l'envoi des données sont essentiels.

L'AMF a examiné les procédures encadrant l'organisation du *reporting* et la production des données afin de vérifier si les SGP contrôlées avaient établi et maintenu opérationnelles des procédures visant à prévenir tout risque de non-conformité. Pour ce faire, la mission de contrôle a analysé les procédures sous différents angles : leur existence, leur précision, la nature des dispositions qu'elles prévoient et leur application.

Les 5 sociétés contrôlées disposaient toutes de procédures spécifiques au *reporting* AIFM, ou détaillant ses modalités, en matière de calcul des leviers, de gestion de la liquidité, d'obligations déclaratives et de réalisation de *stress tests*. Cependant, aucune ne détaillait l'organisation de l'établissement du *reporting* AIFM ni ne couvrait l'ensemble des spécificités de ce *reporting* (méthodologies appliquées, calculs en matière de levier, de gestion de la liquidité ou de réalisation des *stress tests*, etc.).

➤ Procédure organisant la production du *reporting*

Sur les 5 SGP contrôlées, une seule (SGP n°1) délègue à un prestataire externe l'agrégation des données de ses FIA, leur contrôle et leur remise à l'AMF, après validation de la SGP. Les quatre autres ont internalisé ces opérations, à partir d'outils informatiques propres.

La mission a relevé qu'à des degrés divers **les procédures des SGP manquaient de précision** concernant le *reporting* AIFM, ce qui a eu des conséquences sur la qualité des *reportings* transmis à l'AMF. À titre d'exemple, le prestataire en charge du *reporting* AIFM (SGP n°1) collectait les données auprès de différentes sources (dépositaires, équipe de contrôles des risques, gérants), les consolidait, puis les soumettait pour validation à la SGP avant transmission à l'AMF. Or, les inventaires de certains fonds présentaient les positions d'un mois différent de celui du *reporting* (exemple : position du mois de mai pour le *reporting* fin juin) dans la mesure où ces données étaient les dernières disponibles à la date d'extraction. Or, n'ayant pas eu cette information, le prestataire n'a pu le signaler dans son *reporting*.

➤ Procédures encadrant les calculs

Pour les SGP n°1 et 2, les procédures concernant le *reporting* AIFM ne sont pas opérationnelles ; ni les modalités de calcul du levier ni le périmètre du *reporting* ne sont suffisamment détaillés. Pour les SGP n°1, 3, 4 et 5, les hypothèses retenues en matière de gestion de la liquidité ne sont pas explicitées.

A titre d'exemples :

- les procédures de la SGP n°2 ne prévoient pas de piste d'audit des calculs pour la réalisation du *reporting* ;

⁶ Le *reporting* gestionnaire comprend 38 variables et le *reporting* FIA 301 variables. 60 variables sont obligatoires, 126 sont optionnelles (*i.e.* ne doivent être fournies que si la SGP dispose de l'information, *cf. infra*, tel l'existence d'un code ISIN) et 116 conditionnelles aux réponses fournies (informations au niveau des parts de FIA conditionnelles à l'existence des dites parts).

- les procédures de la SGP n°5 ne sont ni précises ni exhaustives quant aux règles de compensation appliquées pour le calcul du levier ;
- aucune SGP ne tenait compte dans ses procédures du délai de règlement-livraison pour établir le profil de liquidité des fonds, à savoir le délai nécessaire aux fonds pour liquider ses actifs et recevoir le cash, afin de garantir le traitement équitable des investisseurs par l'adéquation entre profil de liquidité à l'actif et au passif (*i.e.* la capacité du fonds à rembourser les investisseurs selon les délais prévus par le prospectus). De manière générale, les SGP contrôlées portaient une attention insuffisante au Q&A de l'ESMA (à titre d'exemple, la question 42 du Q&A de l'ESMA sur le délai de règlement-livraison) ;
- les procédures des cinq SGP prévoient la réalisation de *stress tests* sur l'actif et le passif des fonds. Cependant, les *scenarii* retenus n'étaient pas suffisamment détaillés et justifiés pour les SGP n°1, 3, 4 et 5 (*cf. infra*).

- **Rappel réglementaire** : le gestionnaire de FIA doit, eu égard à la nature, à la taille et à la complexité de chaque FIA qu'il gère, disposer de procédures dûment documentées et opérationnelles encadrant l'organisation et la transmission des *reportings* AIFM, qui précisent les modalités de calcul de l'exposition (article 6 du RD AIFM), du profil et de l'évaluation du niveau de liquidité (articles 46 et 47 du RD AIFM) de chaque FIA, lui permettant de détecter tout élément de non-conformité (article 321-30 du règlement général de l'AMF pour les SGP partiellement soumises à la Directive AIFM et article 61 du RD AIFM pour les SGP intégralement soumises à la Directive AIFM). Ces procédures doivent prévoir, définir et encadrer la réalisation de tests *a posteriori*, visant à mesurer les risques auxquels sont exposés les fonds, à partir de modèles fondés sur des estimations et des prévisions, et définir les simulations de crise dans des conditions normales et exceptionnelles de liquidité (articles 45 et 48 (2) du RD AIFM).
- L'AMF relève les **bonnes pratiques** consistant (1) à réaliser des tests de cohérence avant envoi des *reportings* par une personne différente de celle qui est en charge de sa production (en complément du contrôle de premier niveau), (2) à préciser le rôle des intervenants, les informations à transmettre et leur contrôle.
- L'AMF relève la **mauvaise pratique** consistant à ne pas détailler suffisamment dans les procédures les hypothèses de marché retenues pour les *stress tests*.

3.2 PÉRIMÈTRE ET COMPLÉTUDE DES *REPORTINGS* TRANSMIS À L'AMF

➤ Périmètre

Sur les exercices 2017 et 2018, le nombre de *reportings* de base AIFM remis à l'AMF a été conforme au nombre de *reporting* attendus, à l'exception d'un *reporting* concernant un FIA de droit non européen géré par la SGP n°5. Les SGP n°2, 3 et 4, concernées par la mise en place d'un *reporting* spécial, ne l'ont pas transmis alors que les leviers de leurs fonds (plus de trois fois supérieurs à leur actif net) le rendaient exigible (*cf. encadré infra*).

Zoom sur le reporting spécial

La Directive AIFM (4 de l'article 24) dispose qu'un gestionnaire de FIA recourant à l'effet de levier de manière substantielle (c'est-à-dire lorsque l'exposition du FIA, calculée selon la méthode de l'engagement, est plus de trois fois supérieur l'actif net du fonds, conformément à l'article 111 du RD AIFM) doit mettre « à la disposition des autorités compétentes de son État membre d'origine » des informations sur le niveau général de levier utilisé. Ces *reportings* spéciaux doivent :

- ventiler l'effet de levier utilisé selon qu'il résulte de l'emprunt de liquidités ou de valeurs mobilières d'une part, ou d'instruments financiers dérivés d'autre part ;
- indiquer la mesure dans laquelle les actifs du FIA ont été réemployés dans le cadre d'aménagements relatifs à l'effet de levier ;
- comporter, pour chaque FIA, l'identité des cinq principales sources de liquidités ou de valeurs mobilières empruntées et le montant du levier issu de chacune de ces sources pour chacun de ces FIA.

De manière générale, les SGP avaient une connaissance imparfaite du périmètre du *reporting* AIFM.

➤ **Complétude des données transmises à l'AMF**

Le délai réglementaire de transmission des *reportings* AIFM à l'AMF est de 30 jours⁷. Les SGP n°1, 2 et 4 n'ont pas respecté ce délai. Ce délai a ainsi été substantiellement dépassé (21 jours de retard en moyenne) pour la SGP n°4, en raison de l'envoi très tardif d'un *reporting* (plusieurs mois), tandis que les SGP n° 1 et 2 ont respectivement dépassé le délai de 5 et 12 jours.

Par ailleurs, si les principales données chiffrées étaient présentes dans les *reportings* AIFM des cinq SGP, de nombreuses données essentielles à l'exploitation de ces *reportings* étaient manquantes. La mission a ainsi relevé :

- ✓ l'absence de code ISIN et/ou de code LEI (et des autres codes demandés s'ils existent, cf. encadré *infra*) dans les déclarations pour les SGP n°1, 4 et 5 ;
- ✓ que les SGP n° 1 et 2 n'indiquaient pas la stratégie de leurs fonds (catégorie « none ») ;
- ✓ que la SGP n°3 n'indiquait pas la concentration des investisseurs alors qu'elle la connaissait ;
- ✓ que l'information sur les mécanismes de négociation et compensation pour les risques de contrepartie était incomplète pour les SGP n°1 et 5 ;
- ✓ qu'à la rubrique des régimes spéciaux⁸, les SGP n° 1, 3 et 4 ne renseignaient pas leur existence, et les SGP n°2 et 5 indiquaient « 0 » (soit l'absence de tels régimes).

Après analyse, il s'avère que ces données étaient disponibles et, qu'en conséquence, les SGP auraient dû les renseigner. Les SGP ont indiqué que l'absence de ces informations s'expliquait par le fait qu'elles avaient considéré que les données indiquées comme « optionnelles » étaient facultatives, donc laissées à leur discrétion dans les déclarations.

⁷ RD AIFM, article 110(1), et sauf si le FIA est un fonds de fonds.

⁸ Mise en place de *Gates*, *Side pocket*, *Dealing suspension*, etc.

Zoom sur les données d'identification

Les données optionnelles d'identification des parts et catégories de parts sont essentielles à des fins d'utilisation des *reportings*. Elles sont à renseigner pour le fonds et l'ensemble de ses catégories de parts le cas échéant. Ces informations sont rappelées dans un ITS de l'ESMA (2013-1358) et sont les suivantes.

Information au niveau du fonds

N° question	Type d'information
24	AIF LEI code
25	AIF ISIN code
26	AIF CUSIP code
27	AIF SEDOL code
28	AIF Bloomberg Code
29	AIF Reuters code
30	AIF ECB code
31	Old AIF national identifier - Reporting Member State
32	Old AIF national identifier - National code

Information au niveau de la catégorie de parts

N° question	Type d'information
34	Share class national code
35	Share class ISIN code
36	Share class SEDOL code
37	Share class CUSIP code
38	Share class Bloomberg code
39	Share class Reuters code
40	Share class name

Rappels réglementaires :

- le *reporting* AIFM prévoit trois types de champs, obligatoires, optionnels et conditionnels, tous à remplir⁹ ;
- pour les fonds recourant à un effet de levier substantiel, à savoir plus de trois fois l'actif net, le gestionnaire du FIA doit transmettre à l'AMF un *reporting* spécial l'informant sur le niveau de levier utilisé (4 de l'article 24 de la Directive AIFM ; article 111 du RD AIFM) ;
- les fonds de droit non européen, mais commercialisés dans l'Union, doivent faire l'objet d'un *reporting* (2 de l'article 110 du RD AIFM).

3.3 ESTIMATION DU PROFIL DE LIQUIDITÉ

Selon le considérant 64 du RD AIFM, « *La directive 2011/61/UE prévoit que la Commission précise de quelle manière il convient d'aligner stratégie d'investissement, profil de liquidité et politique de remboursement. La cohérence entre ces trois éléments est assurée si les investisseurs sont en mesure de demander le remboursement de leurs investissements conformément à la politique du FIA en la matière, laquelle doit fixer les conditions de remboursement tant en situation normale qu'en situation exceptionnelle, en respectant l'égalité de traitement des investisseurs.* »

Conformément à l'article 46 du RD AIFM, « *le gestionnaire est en mesure de démontrer aux autorités compétentes de son État membre d'origine qu'un système de gestion de la liquidité approprié et des procédures efficaces (...) ont été mis en place et tiennent compte de la stratégie d'investissement, du profil de liquidité et de la politique de remboursement de chaque FIA* ».

⁹ Le Q&A de l'ESMA précise dans sa question 21 que les informations optionnelles doivent être déclarées dans les *reportings* AIFM si les gestionnaires en disposent.

En application de l'article 47 du RD AIFM, ce système de gestion de la liquidité et ces procédures garantissent que « le gestionnaire maintient dans le FIA un niveau de liquidité approprié au regard de ses obligations sous-jacentes, déterminé sur la base d'une évaluation de la liquidité relative des actifs du FIA sur le marché, compte tenu du temps nécessaire à leur liquidation, du prix ou de la valeur qui peut en être obtenu, ainsi que de leur sensibilité à d'autres risques et facteurs du marché »¹⁰. Ainsi, le gestionnaire met en œuvre et maintient opérationnelles des limites adéquates concernant la liquidité ou l'illiquidité du FIA, qui sont compatibles avec les obligations sous-jacentes et la politique de remboursement de ce dernier aux porteurs.

À des fins de compréhension du risque de liquidité des fonds et en application de l'article 110 (2) (c), (d) et (f) ainsi que de l'annexe III du RD AIFM, le *reporting* comporte diverses informations relatives à l'actif du fonds, mais également à son passif : périodicité de remboursement, existence de mécanismes permettant de gérer la liquidité (préavis, *gates*, etc.), caractéristiques du passif (type d'investisseurs, concentration sur les principaux investisseurs)¹¹.

Seule la SGP n°3 ne dispose pas d'un système de gestion de la liquidité appropriée ni de procédures efficaces.

Description des champs du *reporting* relatifs à la liquidité

Informations sur l'actif	Informations sur le passif
<p>Echelle de liquidité</p> <p>La société de gestion indique les proportions du portefeuille qu'elle peut liquider à plusieurs horizons de temps.</p>	<p>Politique de remboursement</p> <p>La SGP indique les proportions de rachats qu'elle peut honorer dans les mêmes horizons de temps.</p> <p>Elle tient compte dans ses prévisions de données quantitatives :</p> <ul style="list-style-type: none"> - les fréquences de rachat ; - les délais de préavis ; - la diversification du passif ; - la nature du passif.

➤ S'agissant de l'échelle de liquidité des actifs

Différentes méthodes ont été relevées pour estimer la liquidité des actifs. Le délai de liquidation des actifs dépend de leur nature et varie en fonction de la SGP concernée. Différents horizons de liquidation possibles ont donc été constatés pour chacun des actifs suivants :

- pour les actions
 - la SGP n°1 estime la liquidité des actions en s'appuyant sur les volumes échangés sur les marchés, sans davantage de précision ;
 - les SGP n°2, 7 et 8 considèrent que les actions sont liquidables à dire d'expert à hauteur de 20 % ou 30 % des volumes échangés sur les marchés au cours des trois derniers mois ;
 - la SGP n°5 considère que les actions sont liquidables en 1 à 2 jours (date d'exécution) à un niveau proche de leur valeur comptable (valorisation des positions au « mid market ») dans des conditions normales de marché ;
 - la SGP n°6 considère que les actions sont vendables à hauteur de 20 % du volume moyen calculé sur les 10 derniers jours, sans impact de prix significatif ;
 - les SGP n°3 et 4 ne précisent pas leur approche.

¹⁰ Article 47(1) du RD AIFM (précisé par la question 42 du Q&A de l'ESMA).

¹¹ ESMA, AIFMD reporting IT technical guidance, 2013/1358.

- pour les contrats *Futures*

Sept des huit SGP y ont recours :

- deux SGP (SGP n°4 et 8) considèrent à dire d'expert que les *Futures* sont liquidables dans une proportion égale à 10 % du volume quotidien traité sur le marché des futures ;
- la SGP n°5 considère que les *Futures* sont liquidables en 1 à 2 jours (date d'exécution) à un niveau proche de leur valeur comptable dans des conditions normales de marché ;
- quatre SGP (SGP n°1, 2, 3 et 6) supposent ces instruments très liquides sans détailler plus avant leur approche.

- pour les obligations

Quatre des huit SGP y ont recours :

- deux SGP (SGP n°1 et 6) considèrent que les obligations sont liquidables dans des proportions fixées par une grille de liquidité. Celle-ci attribue aux obligations un score de liquidité auquel est associé un montant liquidable quotidiennement :
 - ✓ pour la SGP n°1, les scores de liquidité vont de 1 à 5 (du plus au moins liquide) et sont fondés sur 6 critères : des critères objectifs (type et taille de l'instrument, type d'émetteur et taille de la structure de capital de l'émetteur) et des critères empiriques (nombre de contributions quotidiennes envoyées par les contreparties et taille, type, montant moyen d'exécution à l'achat et à la vente) ;
 - ✓ pour la SGP n°6, une notation de la liquidité est attribuée à chaque obligation selon 6 critères (maturité, rating, taille de l'émission, appartenance aux principaux indices, fourchette de cotation, nombre de contributeurs). La note de liquidité finale (moyenne pondérée des notes pour chacun des 6 critères) varie de 1 (+ liquide) à 5 (- liquide). La SGP n°2 associe à chaque type d'obligation une fourchette *bid-ask*. Les obligations qui respectent ces conditions sont considérées comme liquides et cessibles à un jour, quels que soient la taille de la position détenue par les fonds, leur emprise, et le volume des échanges.
- la SGP n°8 utilise différents critères liés à l'obligation :
 - ✓ si le prix est en-dessous de 80 %, le montant cessible retenu sera divisé par 2 ;
 - ✓ si la maturité résiduelle se situe au-delà des 10 ans alors le montant cessible retenu sera divisé par 2 ;
 - ✓ si les titres ont une échéance à moins d'un an, alors le délai de liquidation retenu sera d'un jour.

- pour les obligations convertibles

Deux des huit SGP y ont recours :

- la SGP n°2 applique la même approche que pour les obligations non convertibles (cf. *supra*) ;
- la SGP n° 8 considère que les obligations convertibles sont liquidables en fonction de la sensibilité de l'action sous-jacente de ces titres ainsi que de critères liés à la zone géographique, à la taille de l'émission et au rating :
 - ✓ si le delta¹² est proche de zéro (< 0,3 pour les obligations de la zone européenne ou < 0,5 pour les autres), alors l'obligation convertible est supposée se comporter comme un titre de créance et le montant cessible quotidien sera fonction de la zone géographique, du rating (*High Yield* et/ou *Investment Grade*) et du montant de l'émission ;

¹² Le delta d'une émission convertible mesure la sensibilité du prix de l'obligation convertible à l'évolution de la valeur de l'action sous-jacente. Sa valeur est comprise entre 0 et 1.

- ✓ si le delta est supérieur à 0,8, alors l'obligation convertible est supposée se comporter comme une action et la liquidité retenue sera fonction de la liquidité du titre-sous-jacent, du delta, du cours du sous-jacent et d'un coefficient égal à 20 % pour la zone US et 30 % ailleurs¹³ ;
- ✓ si le delta est compris entre 0,3 et 0,8, alors la méthode retenue est la méthode linéaire issue des deux précédentes.

Seule la SGP n°5 a recours aux CDO qu'elle considère, à dire d'expert, liquidables en 14 jours.

- pour les options

Deux des huit SGP y ont recours :

- la SGP n°5 considère à dire d'expert que les produits optionnels sont liquidables en 1 à 2 jours (date d'exécution) à un niveau proche de leur valeur comptable (valorisation des positions au « mid market ») dans des conditions normales de marché ;
- la SGP n°8 considère à dire d'expert que :
 - ✓ pour les options sur actions, le délai de liquidation de la position est de 2 jours ;
 - ✓ pour les autres options, le volume cessible quotidiennement est de 20 % du volume moyen quotidien sur le dernier mois.

- pour les dérivés OTC autres que les options (swaps, CDS, Forward)

Seule la SGP n°8 y a recours et considère qu'il faut 1 jour pour liquider ces instruments (pour résilier ou assigner les positions).

Par ailleurs, seule la SGP n°8 prend en compte le délai de règlement-livraison des titres dans l'estimation de la liquidité des fonds.

À l'exception de la SGP n°2, aucune SGP ne tient compte de la déformation du portefeuille provoquée par la liquidation d'actifs.

La SGP n°2 réalise des *back-testings* sur les hypothèses de gestion de la liquidité.

Pour la SGP n°6, les hypothèses de calcul du profil de liquidité s'appuient sur les *stress tests*, de sorte qu'il n'y a pas de distinction entre la gestion de la liquidité dans des conditions normales de marché et celle dans le contexte d'un marché en crise.

La SGP n°1 apprécie la liquidité au terme d'un processus tracé faisant intervenir différentes équipes. Les principes sont les suivants :

- estimation d'un score de liquidité auquel est associé un montant type qui peut être liquidé quotidiennement (« *Value to trade* ») sans pression sur le prix de marché. Ce score de liquidité est estimé à l'acquisition et soumis pour avis aux gérants qui peuvent proposer une modification afin de prendre en compte des facteurs tels que la taille usuelle des lignes échangées ou proposées par le *broker*, l'état du marché. Le processus est documenté par l'envoi d'un courriel au contrôleur des risques. La réponse du contrôleur des risques est également formalisée par un courriel ;
- de manière quotidienne, est enregistré dans un référentiel le score de liquidité de chaque instrument et le volume associé ;

¹³
$$\frac{\text{Volume quotidien moyen sur les 3 derniers mois de l'action sous-jacente}}{\text{Cours action sous-jacente}} \times \frac{\text{Delta}}{\text{Delta}} \times \begin{matrix} 20\% \text{ pour les convertibles US} \\ 30\% \text{ pour les autres convertibles} \end{matrix}$$

- la note de liquidité de chacun des instruments est revue lors de la réunion mensuelle rassemblant les équipes de gestion et de contrôle des risques. Cette réunion porte aussi sur les *Values to trade* associées à ces scores de liquidité ;
- le nombre de jours nécessaires pour liquider une position est estimé en considérant la taille de la position par rapport à sa *Value to Trade*. À titre d'exemple, si la SGP dispose d'une ligne obligataire de 10 M€, avec une *Value to trade* quotidienne de 4 M€, la position sera considérée liquide au bout de 3 jours et entièrement enregistrée sur le *bucket* correspondant.

Des *back-tests* sont effectués afin de valider les *Values to trade* associées (mais non formalisés).

Les huit SGP proposent une grande variété de mesures de liquidité par type d'actifs, ce qui témoigne d'une possibilité d'appréciation de la liquidité très différenciée entre les acteurs. Dans un tel contexte, il apparaît d'autant plus important de documenter les hypothèses retenues en vue d'estimer la liquidité afin de s'assurer de la robustesse de la méthodologie employée.

- **Rappel réglementaire** : le gestionnaire de FIA doit tenir compte du délai de règlement-livraison des titres dans l'estimation de la liquidité des fonds si un tel délai a un impact non négligeable sur le profil de liquidité des fonds (question 42 du Q&A de l'ESMA).
- L'AMF relève la **bonne pratique** consistant à documenter de manière précise les hypothèses utilisées pour le calcul du profil de liquidité.
- L'AMF relève la **bonne pratique** consistant à réaliser des *back-testings* sur les hypothèses de gestion de la liquidité.
- L'AMF relève la **bonne pratique** consistant à estimer un score de liquidité des actifs et d'en tracer le processus opérationnel.
- L'AMF relève la **mauvaise pratique** qui consiste à ne pas prendre en compte le délai de règlement dans la gestion de la liquidité.
- L'AMF relève la **mauvaise pratique** qui consiste à ne pas tenir compte de la déformation du portefeuille liée à la liquidation d'actifs.
- L'AMF relève la **mauvaise pratique** qui consiste à déterminer la liquidité de certains actifs « à dire d'expert » sans en auditer l'approche.

➤ Informations sur le passif

Deux SGP (SGP n°5 et 6) ont établi une méthode de gestion du passif. Si les six autres SGP réalisent un suivi du passif, celui-ci n'est pas documenté en amont.

Pour établir le profil de liquidité du passif, la SGP n°6, dont les FIA gérés sont soit dédiés à un investisseur, soit détenus par un porteur unique, a choisi d'affecter la totalité du passif à un seul horizon de temps en fonction de la périodicité de calcul de la valeur :

- ✓ FIA à VL quotidienne : 100 % du fonds affecté au bucket 2-7 jours (pour tenir compte du délai de règlement-livraison),
- ✓ FIA à VL hebdomadaire : 100 % du fonds affecté au bucket 2-7 jours,
- ✓ FIA à VL mensuelle (1 fonds de droit irlandais) : 100 % du fonds affecté au bucket 8-30 jours,
- ✓ Fonds fermés aux rachats : 100 % du fonds affecté au bucket >366 jours.

La SGP n°5 veille à la diversification du passif selon différents indicateurs, en particulier, le type d'investisseurs, la part des investissements internes, la concentration des 5 premiers investisseurs externes et la taille de l'investisseur le plus important par type d'investisseur.

La mission de contrôle a relevé qu'au moins mensuellement, la SGP n°5 réalise un suivi détaillé du passif des fonds (données issues des *transfer agents* ou du groupe qui centralise les souscriptions/rachats). Une vision synthétique est fournie à la direction générale au cours du comité mensuel des risques. Cette SGP est la seule qui se réserve la possibilité d'activer des « gates » pour les fonds portant des actifs moins liquides (produits structurés/CDO) et des délais de préavis des rachats de façon à ne pas créer de décalage entre la date de valeur du cash reçu et les ventes de titres. Cette possibilité est alors précisée dans le prospectus des fonds concernés.

Les fonds évitent tout d'abord les investissements dans des positions peu liquides, c'est-à-dire des instruments qu'il serait difficile de vendre ou pour lesquels il n'existe pas de marché secondaire, et investissent uniquement dans des instruments préalablement autorisés par le comité « Nouvel Instrument » qui examine les conditions de liquidité de chaque titre ou dérivé.

➤ L'AMF relève les **bonnes pratiques** consistant à :

- s'assurer de l'adéquation de la proportion d'actifs pas ou peu liquides avec l'horizon d'investissement, les possibilités pour les porteurs de demander le rachat de leurs parts et les outils de gestion de la liquidité à disposition du FIA ;
- s'assurer d'un suivi détaillé du passif des fonds, faisant l'objet d'une communication à la direction générale, selon une fréquence appropriée aux exigences de *reporting* de la SGP ;
- mettre en place des plafonds de rachats (« gates ») pour les fonds les moins liquides, ce qui nécessite de le préciser au préalable dans la documentation réglementaire.

➤ L'AMF relève la **mauvaise pratique** consistant à ne pas documenter le suivi du passif, ni à s'assurer de sa traçabilité.

➤ **Stress tests**

Les SGP réalisent des *stress tests* visant à simuler une situation de crise (manque de liquidité des actifs du FIA et des demandes atypiques de remboursement), tels que décrits dans le guide pédagogique « Utilisation des *stress-tests* dans le cadre de la gestion des risques », publié en février 2017 par l'AMF. Elles envisagent des *scenarii* qui sont fonction des paramètres de marchés et des instruments financiers en portefeuille. Ces *scenarii* combinent, d'une part, des mouvements brutaux de marchés et d'assèchement de la liquidité et, d'autre part, des hypothèses de demandes de rachat des investisseurs. Les SGP utilisent par ailleurs pour les actifs à liquider des prix stressés et des volumes d'échange réduits.

Les *stress tests* reposent sur différentes approches :

- les *stress tests* s'appuient sur des données historiques afin de reproduire des conditions de marchés stressés anciennes ;
- les *stress tests* opèrent par déformation des paramètres des actifs (par exemple, les obligations voient leur fourchette *bid/ask* élargies et les actions se voient traiter dans des volumes restreints) ainsi que par déformation des portefeuilles puisque les demandes de rachat sont prises en compte.

Ces *scenarii* de stress de marchés et leurs conséquences sur le portefeuille des fonds doivent leur permettre de garantir le traitement équitable des investisseurs, à savoir que la sortie d'un investisseur ne se fasse au détriment du ou des autres, par l'utilisation des seules liquidités disponibles par exemple. Le respect de ce principe nécessite que les gestionnaires mettent en place les mesures nécessaires à la non déformation du portefeuille des fonds (*gates* par exemple).

Les paramètres de marché sont différemment modifiés selon la SGP :

	Hypothèses du Stress test
Spreads obligataires	Hausse de 100 bps (SGP n°4) Hausse de 200 bps (SGP n°1) Élargissement du spread <i>bid/ask</i> sans précision (SGP n°5)
Taux sans risque	Hausse de 50 bps (SGP n°1) Hausse de 100 bps (SGP n°4)
Prix des actions	Baisse de 10 % (SGP n°2, 4) Baisse de 20 % (SGP n°1) Hausse de 12 % et baisse de 15 % (SGP n°3) Élargissement du spread <i>bid/ask</i> sans précision (SGP n°5)
Volume d'actions détenu	20 % du volume moyen calculé sur les 10 derniers jours (SGP n°6) 20 % du volume moyen calculé sur les 3 derniers mois (SGP n°2) 20 % du volume moyen quotidiennement traité (SGP n°7) 30 % du volume moyen sur les 3 derniers mois (SGP n°8)

La liquidité des différents actifs subit un impact différent selon la SGP :

	Hypothèses du stress test
Contrats Futures	Aucune, les <i>Futures</i> s'échangent dans les conditions normales de marché (SGP n°2) Le volume cessible quotidiennement est divisé par 5 en période de crise. En marché non stressé, il est à dire d'expert de 10 % du volume moyen quotidien sur les trois derniers mois. (SGP n°8).
Obligations	La liquidité des titres notés moins bien que B- est nulle et leur prix est divisé par 10 par rapport au dernier prix connu ; la liquidité des autres titres d'état notés BB+ et mieux, et des autres titres privés notés BB- et mieux, est divisée par 2 (largeur de la fourchette <i>Bid/Ask</i> en prix ou en taux multipliée par 2, volume de transactions divisé par 2). (SGP n°2) Dans le cas de marché non stressé, la SGP n°2 associe à chaque type d'obligation une fourchette <i>bid-ask</i> . Les obligations qui respectent ces conditions sont considérées comme liquides à un jour, quels que soient la taille de la position détenue par les fonds, leur emprise, et le volume des échanges.
Obligations convertibles	La liquidité des titres d'Etat notés BB ou moins, et des titres privés notés B+ ou moins est divisée par 4 (largeur de la fourchette <i>Bid/Ask</i> en prix ou en taux multipliée par 4, volume de transactions divisé par 4). (SGP n°2) Dans le cas de marché non stressé, la SGP n°2 applique la même approche que dans le cas d'obligations non convertibles (cf. <i>supra</i>)
Options sur actions	Le volume cessible quotidiennement est divisé par 5 en période de crise (SGP n°8). En marché non stressé, le délai de liquidation de la position est à dire d'expert de 2 jours.
Autres options	Le volume cessible quotidiennement est divisé par 5 en période de crise (SGP n°8). En marché non stressé, le volume cessible quotidiennement est à dire d'expert de 20 % du volume moyen quotidien sur le dernier mois.
Dérivés OTC (swaps, CDS, Forward)	Le volume cessible quotidiennement est divisé par 5 en période de crise (SGP n°8). En marché non stressé, la période de liquidation retenue (pour résilier ou assigner les positions) est, à dire d'expert, d'1 jour.

À l'exception des SGP n°2 et 8, les hypothèses retenues par les SGP contrôlées étaient insuffisamment explicitées et documentées (SGP n° 1, 3, 4 et 7). Les SGP n°5 et 6 n'effectuent pas de distinction entre la gestion de la liquidité dans des conditions normales de marché et celle dans le contexte d'un marché en crise. La gestion de la liquidité s'appuie sur les *stress tests* internes à la SGP n°6, alors que c'est le *stress test* qui doit être adapté au profil de liquidité. Seules les SGP n°1, 2, 3, et 5 ont pu confirmer et justifier la réalisation de ces *stress tests*, en présentant et documentant les résultats qu'elles avaient obtenus.

La mission de contrôle a relevé que la SGP n°1 réalise des *stress tests* selon un processus opérationnel cohérent et archivé : les éléments de traçabilité de ce processus ont en effet été communiqués par la SGP, il s'agit en l'occurrence d'échanges de courriels internes entre l'équipe de gestion des risques et les gérants et de captures d'écran des données Bloomberg utilisées pour la construction des *stress tests*.

- **Rappel réglementaire** : le gestionnaire de FIA doit adapter ses *stress tests* au profil de liquidité de chaque fonds géré en vertu du considérant 63 du règlement délégué 231/2013. La SGP doit distinguer la gestion de la liquidité dans des conditions normales de marché de celle dans le contexte d'un marché en crise (article 48(2) du RD AIFM). Les procédures des gestionnaires de FIA prévoient, définissent et encadrent la réalisation de tests *a posteriori*, visant à mesurer les risques auxquels sont exposés les fonds, à partir de modèles basés sur des estimations et des prévisions, et à garantir le respect du principe de traitement équitable des investisseurs (articles 45 (3) (c) et 48 (2) du RD AIFM).
- L'AMF relève la **bonne pratique** consistant à archiver et rendre traçable le processus opérationnel de réalisation des *stress tests*.
- L'AMF relève la **mauvaise pratique** consistant à ne pas suffisamment détailler les *scenarii* des *stress tests*.

3.4 ESTIMATION DU LEVIER

L'effet de levier est calculé selon 2 méthodes, la méthode brute (article 7 du RD AIFM) et la méthode de l'engagement (article 8 du RD AIFM).

Rappel sur les règles particulières en matière de calcul du levier selon la méthode de l'engagement

La position de chaque instrument dérivé est convertie en une position équivalente sur l'actif sous-jacent de cet instrument dérivé (§ 2 de l'article 8 du RD AIFM), sous réserve des cas particuliers présentés *infra*.

Stratégies ayant recours à des dérivés mais n'augmentant pas le levier du fonds

Par dérogation au paragraphe 2 de l'article 8 du RD AIFM, un instrument dérivé n'est pas converti en une position équivalente sur l'actif sous-jacent (et donc n'augmente pas le levier du FIA) :

- s'il présente l'ensemble des caractéristiques suivantes (§ 4 de l'article 8) : (i) il échange la performance d'actifs financiers détenus dans le portefeuille du FIA contre la performance d'autres actifs financiers de référence ; (ii) il neutralise entièrement les risques des actifs du portefeuille du FIA sur lesquels porte l'échange, de telle manière que la performance du FIA ne dépend pas de la performance de ces actifs ; (iii) il n'inclut ni caractéristiques optionnelles supplémentaires, ni clauses concernant l'effet de levier, ni aucun autre risque additionnel par rapport à la détention directe des actifs financiers de référence ;

- C'est le cas par exemple d'un *swap* de performance visant à échanger la performance d'un panier d'actions contre la performance d'un indice obligataire.
- s'il remplit les deux conditions suivantes (§ 5 de l'article 8) : (i) la détention conjointe par le FIA d'un instrument dérivé lié à un actif financier et de trésorerie investie dans des équivalents de trésorerie équivaut à détenir une position longue dans l'actif financier concerné ; (ii) l'instrument dérivé ne crée pas d'augmentation de l'exposition et du levier ou du risque.
- C'est le cas par exemple d'une combinaison d'un portefeuille monétaire et d'un *future* sur le CAC 40 reconstituant une position acheteuse sur le CAC 40.

Règles sur la couverture

Les règles de couverture « englobent les combinaisons d'opérations sur des instruments dérivés ou des titres qui ne se rapportent pas nécessairement au même actif sous-jacent, lorsque ces opérations sont conclues dans le seul but de neutraliser les risques liés aux positions prises à travers les autres instruments dérivés ou titres » (§ 3 de l'article 8). « Les instruments dérivés utilisés pour la couverture de change qui n'entraînent pas d'augmentation de l'exposition, du levier ou d'autres risques ne sont pas inclus dans le calcul » (§ 7 de l'article 8). « Les dispositions de couverture sont prises en compte lors du calcul de l'exposition du FIA uniquement si elles respectent toutes les conditions suivantes » (§ 6 de l'article 8) :

- « les positions intervenant dans le cadre de la relation de couverture ne visent pas à générer un rendement et les risques généraux et spécifiques sont neutralisés ;
- la réduction du risque de marché au niveau du FIA est vérifiable ;
- les éventuels risques généraux et spécifiques liés aux instruments dérivés sont neutralisés ;
- les dispositions de couverture se rapportent à la même classe d'actifs ;
- elles sont efficaces en situation de tensions sur les marchés ».

Méthode de duration

« Les gestionnaires gérant des FIA qui, conformément à leur politique d'investissement, investissent surtout dans des dérivés de taux d'intérêt, emploient des règles spécifiques de compensation en duration pour prendre en compte la corrélation entre les fourchettes de maturité de la courbe des taux d'intérêt » (§ 9 de l'article 8).

Ces règles de compensation en duration¹⁴ :

- ne sont pas employées si cela doit aboutir à une représentation inexacte du profil de risque du FIA ;
- ne génèrent pas un niveau injustifié de levier à travers l'investissement dans des positions à court terme. Les dérivés de taux d'intérêt à court terme ne constituent pas la principale source de rendement d'un FIA de duration moyenne utilisant les règles de compensation en duration ;
- convertissent les dérivés de taux d'intérêt en leur position équivalente sur l'actif sous-jacent et les compensent selon des modalités définies à l'annexe III du RD AIFM ;
- permettent à un FIA d'utiliser le dispositif de la couverture par ailleurs. Les règles de compensation en duration peuvent uniquement être appliquées aux dérivés de taux d'intérêt qui ne sont pas inclus dans des dispositions de couverture.

Les 5 SGP ont remis à la mission de contrôle les données sources à l'origine des *reportings* AIFM. À partir de ces données, partiellement auditable en l'absence de complétude des informations sources (les procédures internes ne prévoyant pas leur traçabilité), les valeurs déclarées par ces sociétés dans leurs *reportings* au cours des exercices 2017 et 2018 ont été recalculées puis comparées.

¹⁴ Article 11 du RD AIFM.

Si pour les SGP n° 1, 2 et 5, les chiffres étaient identiques entre ceux qui avaient été recalculés à partir de leurs fichiers et ceux qu'elles avaient déclarés à l'AMF, les chiffres des SGP n° 3 et 4 présentaient des écarts relatifs, soit de 2,7 % à 3,5 % pour le levier brut et de 4,2 % à 8,1 % pour le levier calculé avec la méthode de l'engagement (expliqués selon la SGP n°3 par une erreur de saisie et des retraitements internes de données brutes, la SGP n°4 n'ayant pas fourni d'explication).

Il convient de relever plus généralement que :

- pour les SGP n° 4 et 5, leurs fichiers n'étaient pas suffisamment complets pour être audités ;
- les données de 3 SGP comportaient des erreurs (des données négatives pour les SGP n° 3 et 4), des données sources incomplètes (taux de change) ou arrêtées à des dates différentes (SGP n°2) ;
- la SGP n°3 déclarait régulièrement des leviers négatifs.

➤ **Rappel réglementaire** (articles 7 et 8 du RD AIFM) : l'exposition d'un FIA, uniquement positive car résultant de la somme de positions en valeur absolue, est calculée par le gestionnaire : selon la méthode brute, en excluant la valeur de la trésorerie (et ses équivalents), les emprunts de liquidité qui restent sous forme de trésorerie, en incluant l'exposition résultant du réinvestissement des liquidités empruntées et les positions détenues dans des accords de prise ou de mise en pension et en convertissant les instruments dérivés en positions équivalentes ; dans la méthode de l'engagement, en convertissant la position de chaque instrument dérivé en position équivalente de l'actif sous-jacent, en appliquant les dispositions de couverture et de compensation, en calculant l'exposition créée par le réinvestissement des emprunts (lorsque ce réinvestissement augmente l'exposition du FIA).

➤ L'AMF relève la **bonne pratique** consistant à conserver les données à l'origine des calculs des leviers (à titre d'exemple, enregistrement du taux de change appliqué pour le *reporting*) permettant la réalisation de contrôles par la SGP (garantissant la cohérence des données déclarées) et par le régulateur.

3.5 CONTRÔLES RÉALISÉS

Si toutes les SGP ont un dispositif de contrôle de 2^{ème} niveau, la SGP n°3 fait concevoir et envoyer les *reportings* AIFM (contrôle de 1^{er} niveau) par la personne en charge du contrôle de 2^{ème} niveau.

Seules les SGP n°3 et 4 n'ont pas procédé à des contrôles permanents et périodiques sur le *reporting* AIFM, comme confirmé dans les rapports du RCCI à destination des équipes dirigeantes. L'absence de certains calculs et données sources dans ces rapports n'ont toutefois pas permis de vérifier les conclusions de ces rapports sur la conformité des *reportings* et de la correcte gestion des risques.

- **Rappel réglementaire** : un contrôle périodique¹⁵ et permanent¹⁶ opérationnel, indépendant et efficace du *reporting* AIFM permet aux SGP, eu égard à la nature, à la taille et à la complexité de chaque FIA qu'il gère, de s'assurer de l'exactitude des données déclarées et, le cas échéant, de mettre en place des mesures correctives. Ces exigences réglementaires leur garantissent ainsi un suivi et une gestion des risques réguliers¹⁷ et, dans le même temps, de pouvoir en informer leurs instances dirigeantes¹⁸.
- L'AMF relève comme **bonne pratique** le fait de réaliser des contrôles précis et documentés de la qualité et de l'exactitude des données déclarées pour l'ensemble des reportings transmis à l'AMF.
- L'AMF relève comme **mauvaise pratique** le fait pour la SGP de ne pas réaliser de suivi et de contrôle des prestataires en charge de la transmission des *reportings* AIFM et de ne pas assurer la traçabilité des informations et documents liés aux contrôles du *reporting* AIFM qu'elles ont réalisés.

3.6 INFORMATION COMMUNIQUÉE AUX INVESTISSEURS EN MATIÈRE DE LEVIER ET DE LIQUIDITÉ

Le gestionnaire doit porter à la connaissance des investisseurs les risques et le niveau du levier des FIA gérés. Or, deux SGP n'ont pas communiqué d'informations claires en la matière :

- les prospectus d'un fonds géré par la SGP n°3 n'expliquait pas la notion de « *sensibilité brute* » qu'il mentionnait et ne précisait pas le levier maximal. Par ailleurs, les rapports annuels de deux fonds qu'elle gère comportaient des informations imprécises s'agissant de la présentation des niveaux de leviers réglementaires (indiquant une fourchette aux bornes très espacées et la possibilité de s'en écarter sans plus de précision) ;
- pour le calcul du levier, le prospectus d'un fonds géré par la SGP n°4 se référait à des Guidelines de l'ESMA relatifs aux OPCVM et non aux FIA¹⁹, sans toutefois préciser la méthode utilisée parmi celles qui sont mentionnées dans ce document. De plus, en se référant à la Directive UCITS dans le prospectus d'un FIA, cette SGP n'a pas clairement informé les investisseurs sur la définition du levier et son calcul.

¹⁵ Article 321-83 du règlement général de l'AMF (SGP partiellement soumises à la Directive AIFM) et article 62 du RD AIFM (SGP intégralement soumises à la Directive AIFM).

¹⁶ Article 321-31 du règlement général de l'AMF (SGP partiellement soumises à la Directive AIFM) et article 61 du RD AIFM (SGP intégralement soumises à la Directive AIFM).

¹⁷ Article 321-77 du règlement général de l'AMF (SGP partiellement soumises à la Directive AIFM) et article 38 du RD AIFM (SGP intégralement soumises à la Directive AIFM).

¹⁸ Article 321-36 du règlement général de l'AMF (SGP partiellement soumises à la Directive AIFM) et article 60 du RD AIFM (SGP intégralement soumises à la Directive AIFM).

¹⁹ CESR, « *Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS* », 10-788.

Rappel réglementaire : Le gestionnaire communique de façon claire, compréhensible et précise aux investisseurs²⁰ :

- dans les rapports annuels des fonds, les structures des FIA concernés, leur profil de risque, à savoir les mesures permettant d'évaluer la sensibilité du portefeuille du FIA aux risques les plus pertinents auxquels il est exposé et si les limites de risque fixées par le gérant ont été dépassées ou sont susceptibles de l'être²¹ ;
- dans un rapport périodique du FIA (annuel *a minima*), le montant total du levier calculé selon la méthode brute et selon la méthode de l'engagement utilisées par le FIA²² ;
- dans un document mis à disposition de l'investisseur, préalablement à son investissement, les risques associés à la stratégie et aux objectifs d'investissement, aux types d'actifs dans lesquels le FIA peut investir, les modalités de recours à l'effet de levier (type d'effet de levier, source, restrictions, éventuel réemploi du collatéral, montant total du levier et changement de son niveau maximal), la gestion du risque de liquidité²³.

²⁰ Article L. 533-22-2-1 du code monétaire et financier et article 103 du RD AIFM qui renvoie à l'article 23 (4) de la directive AIFM ; article L. 214-24-19 du code monétaire et financier.

²¹ Article 108 du RD AIFM.

²² Article 109 du RD AIFM.

²³ Article 23 de la directive AIFM, article 421-34 du RG AMF, instructions AMF n°2011-20 et 2012-06.