

La gestion des conflits d'intérêts potentiels dans les fonds d'investissement

6 octobre 2017

L'asymétrie considérable d'information entre les gestionnaires de fonds d'investissement et leurs investisseurs¹ peut créer d'importants conflits d'intérêts qui doivent être gérés adéquatement. Le présent article vise à résumer les principaux types de conflits d'intérêts que l'on retrouve dans les structures des fonds de capital-investissement (*private equity*), de capital de risque (*venture capital*) et de couverture (*hedge funds*) et à présenter les moyens de les atténuer ou de les prévenir.

L'idée que les conflits d'intérêts doivent être gérés adéquatement n'est pas nouvelle. Cependant, depuis 2015, cette idée a pris une importance plus marquée dans les examens réglementaires de la Securities and Exchange Commission (la « **SEC** ») des États-Unis², en plus de figurer parmi les priorités en matière de vérification diligente opérationnelle d'investisseurs au Canada et aux États-Unis³. Le problème découle principalement des imperfections inhérentes à la structure des fonds de capital-investissement, de capital de risque et de couverture, qui impliquent nécessairement un certain niveau d'asymétrie au niveau de l'information à laquelle les gestionnaires et les investisseurs ont accès et qui créent des situations de conflits d'intérêts, notamment en ce qui a trait, comme on le verra plus loin, au mode de rémunération des gestionnaires de la plupart de ces fonds.

Situations de conflits d'intérêts fréquentes

Rémunération

Le régime de rémunération des fonds d'investissement peut créer de nombreux conflits d'intérêts inhérents. En effet, même si la plupart des fonds de capital-investissement, de capital de risque et de couverture prévoient un intéressement à la performance (*carried interest*), une importante portion de la rémunération des gestionnaires provient des frais de gestion imputés au fonds. Ces frais de gestion sont censés rémunérer le gestionnaire pour les frais généraux encourus dans le cadre des opérations quotidiennes du fonds et ne sont pas conçus pour être une source de profits. Toutefois, lorsque le gestionnaire participe activement à la gestion des actifs qui composent le fonds (ce qui est fréquent dans les fonds de capital-investissement et de capital de risque), ces frais de gestion ne couvrent habituellement pas tous les frais généraux encourus (par exemple, en raison du besoin d'embaucher des employés pour surveiller une société de portefeuille). Dans de telles situations, le gestionnaire cherchera souvent d'autres formes de rémunération en imposant des frais ou des dépenses supplémentaires aux fonds d'investissement ou aux sociétés de portefeuille dans lesquelles ces fonds investissent. Ces frais peuvent prendre la forme de frais de gestion d'actifs ou de frais de négociation pour un investissement ou pour la gestion quotidienne d'un investissement. Ils peuvent aussi prendre la forme d'une rémunération versée directement aux représentants du gestionnaire qui occupent des postes de dirigeants ou d'administrateurs dans ces sociétés de

portefeuille. Ce type de rémunération ne pose pas de problème en soi, mais crée néanmoins un conflit d'intérêts inhérent, dans la mesure où ces frais additionnels représentent une dépense assumée directement ou indirectement par le fonds, tout en constituant en réalité une source de revenus pour le gestionnaire ou ses représentants. Par conséquent, et considérant que ces frais ou dépenses diminuent la valeur globale de l'actif des fonds, il est impératif que ces frais et ces conflits potentiels soient dûment divulgués aux investisseurs (les documents d'information doivent décrire le type ou la nature des frais, ainsi que la façon dont ils seront calculés⁴). Le moment auquel ces déclarations sont faites est important. En effet, au moment d'investir dans un fonds, les investisseurs doivent savoir que le gestionnaire, les membres de son groupe ou ses représentants peuvent imputer ce type de frais au fonds ou à l'une des sociétés de son portefeuille. Une déclaration faite durant la vie du fonds (par exemple, lors du paiement des frais) serait jugée insuffisante et inadéquate.

En guise d'exemple, la société Blackstone Management Partners (« **Blackstone** ») s'est vu imposer en 2015 une sanction administrative pécuniaire au motif qu'elle avait omis de déclarer le fait qu'elle pouvait, au terme des conventions de surveillance conclues avec les sociétés de portefeuille de ses fonds, accélérer le paiement des futurs frais de surveillance imputés à ces sociétés⁵. Or, Blackstone a mis fin à ces conventions de surveillance lors de la vente privée ou le premier appel public à l'épargne de ces sociétés de portefeuille et a alors accéléré le paiement des frais de surveillance futurs. Soulignons que Blackstone avait divulgué à ses investisseurs, au moment de leur placement, qu'elle pouvait recevoir des frais de surveillance de la part des sociétés de portefeuille détenues par les fonds qu'elle conseillait, et qu'elle avait déclaré pendant la vie des fonds le montant des frais de surveillance accélérés. Néanmoins, la SEC a conclu à une violation du *Investment Advisers Act of 1940*, car Blackstone n'avait pas divulgué aux commanditaires du fonds, avant qu'ils aient fait leur engagement de capital (*capital commitment*), qu'elle pouvait accélérer les futurs frais de surveillance en mettant un terme aux conventions de surveillance. Cette décision illustre l'importance de déclarer non seulement les frais et dépenses qui pourraient être à la charge des investisseurs et des fonds, mais aussi les circonstances pouvant entraîner une augmentation ou une diminution du montant de ces frais ou dépenses.

L'exemple de Blackstone montre bien l'importance d'avoir une divulgation suffisamment détaillée à la notice de placement privé (*private placement memorandum*) ou notice d'offre (*offering memorandum*) (ou tout autre document d'information) fournie aux investisseurs lorsqu'ils souscrivent au fonds⁶. Cette divulgation devrait par exemple mentionner la possibilité que les représentants d'un fonds de capital de risque puissent recevoir des actions ou une rémunération dans le cadre de leur participation au conseil d'administration des entreprises en démarrage (*start-ups*) dans lesquelles le fonds investit. Les gestionnaires de fonds de couverture devraient prendre soin de déclarer toute entente avec un conseiller ou sous-conseiller en valeurs, un courtier en valeurs⁷ ou un dépositaire (en particulier les ententes de référencement de clients et les ententes de paiement indirect (*soft dollar arrangements*)). Les gestionnaires qui organisent leurs fonds selon une structure « *master-feeder* »⁸ doivent veiller à ce que leurs documents d'information précisent bien comment les frais et les dépenses encourus au bénéfice des différents fonds dans le montage seront distribués entre ces fonds. Il ne s'agit que de quelques exemples du type d'information qui doit être communiqué aux investisseurs dans le cadre de leur vérification diligente préalable à l'investissement. En plus de l'information communiquée aux investisseurs au moment de leur souscription, les gestionnaires doivent s'assurer que les rapports trimestriels et annuels fournis aux investisseurs énoncent clairement la rémunération perçue directement ou indirectement par le gestionnaire, les membres de son groupe et ses représentants. Dans le cadre de ses meilleures pratiques en matière de production de rapports⁹, la Institutional Limited Partners Association (la « **ILPA** ») fournit des gabarits de documents d'information à inclure dans les rapports trimestriels, dont peuvent se servir les gestionnaires pour s'assurer de bien communiquer toute l'information nécessaire. Les fonds d'investissement régis par le *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds*

d'investissement¹⁰ (« **Règlement 81-106** »)¹¹ doivent aussi tenir compte des règles qu'il contient, en particulier la rubrique 2.5 de l'Annexe 81-106A1, qui porte sur l'information devant figurer au rapport annuel et intermédiaire de la direction sur le rendement du fonds, dans laquelle on peut lire que le montant et la répartition des commissions ou des autres frais payés par le fonds d'investissement aux parties liées¹² dans le cadre d'une opération de portefeuille doivent être présentés sous le titre « Opérations entre parties liées ». Quel que soit le niveau d'information fourni dans la notice ou dans les rapports trimestriels, les gestionnaires doivent aussi s'assurer que les documents constitutifs du fonds les autorisent explicitement à imputer les frais (ou d'autres formes de rémunération) qui sont directement ou indirectement imputés aux fonds. Par ailleurs, nonobstant les exigences existantes en matière de déclaration d'intérêts, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières prévoient aussi que les gestionnaires inscrits doivent évaluer si tel avantage ou telle pratique de rémunération pourrait être incompatible avec leurs obligations envers leurs clients¹³.

Opérations entre des fonds administrés par un même gestionnaire

Un autre conflit d'intérêts fréquent est celui qui résulte du transfert, dans le cadre de la liquidation d'un fonds de capital-investissement ou de capital de risque, des parts que le fonds détenait dans certaines sociétés de portefeuille vers un fonds consécutif (*follow-on fund*). De tels transferts se produisent lorsque le gestionnaire, faute d'avoir pu identifier une opportunité de sortie, considère que le rendement de l'investissement dans la société de portefeuille en justifie le transfert dans un fonds consécutif. Cette situation crée toutefois un conflit d'intérêts inhérent, puisque le gestionnaire du fonds négocie pour les deux parties, administrant à la fois le fonds d'origine qui vend ses parts dans la société de portefeuille et le fonds consécutif qui les achète. Le gestionnaire pourrait ainsi avoir avantage à maximiser l'intéressement à la performance qu'il recevra du fonds vendeur ou, selon le rendement de ce dernier, à utiliser la société de portefeuille comme actif de démarrage prometteur pour le fonds consécutif. Comme le gestionnaire négocie avec lui-même, les investisseurs pourraient craindre que la transaction ne soit pas conclue à la juste valeur marchande. Ceci pourrait nuire aux investisseurs du fonds vendeur ou consécutif vu que, de manière générale, seulement une partie des commanditaires d'un fonds d'origine – rarement la totalité – investiront dans le fonds consécutif. La meilleure façon de traiter ce genre de conflit d'intérêts est de spécifier, dans les documents constitutifs du fonds, que si une transaction a lieu entre des fonds administrés par le gestionnaire du fonds, ce dernier obtiendra, de la part d'un évaluateur tiers indépendant, une évaluation formelle des sociétés de portefeuille concernées, ou soumettra pour approbation le prix et les modalités de l'opération aux investisseurs ou au comité consultatif du fonds. Les documents constitutifs pourraient également prévoir la conduite, à la demande des investisseurs ou du comité consultatif du fonds, d'une évaluation indépendante par un tiers.

Les fonds dont les périodes et les politiques d'investissement se chevauchent peuvent mener à une autre situation où un gestionnaire pourrait avoir avantage à favoriser un ou plusieurs des fonds qu'il administre au détriment des autres. Un gestionnaire dans cette situation aura à choisir quels fonds investiront dans une opportunité donnée, et dans quelle proportion. Encore une fois, le gestionnaire pourrait être tenté de favoriser certains fonds au détriment des autres, selon leur rendement ou leur structure de rémunération. Typiquement, les règles établies dans les documents constitutifs de fonds de capital-investissement et de capital de risque interdisent à leurs gestionnaires d'administrer simultanément des fonds concurrents¹⁴, pour éviter de tels conflits d'intérêts. Lesdits documents constitutifs prévoient néanmoins souvent une exception à la règle en autorisant un gestionnaire à créer un fonds consécutif (possédant une politique d'investissement similaire à celle du fonds d'origine ou qui la chevauche) dès qu'un certain pourcentage des engagements de capital non utilisés (*undrawn capital commitments*) du fonds d'origine a été investi (ou réservé pour des investissements ou dépenses consécutifs (*followon investments*)). La meilleure façon pour les investisseurs de se prémunir contre ce genre de conflit d'intérêts inhérent est d'exiger, dans les documents constitutifs du fonds ou des lettres accessoires (*side letters*), que le gestionnaire fasse en sorte que les deux fonds effectuent des investissements parallèles durant la période de

chevauchement, en fonction du montant d'engagement de capital non utilisé de chaque fonds. Généralement, contrairement aux gestionnaires de fonds de capital-investissement et de capital de risque, les gestionnaires de fonds de couverture ne sont pas empêchés d'administrer des fonds concurrents; ils administrent même souvent, de manière simultanée, divers fonds comportant des politiques d'investissement qui se chevauchent (et gèrent parfois également le compte d'autres clients sous mandat discrétionnaire). Ces gestionnaires devraient toutefois adopter une politique claire d'attribution des opportunités d'investissement à leurs fonds, et cette politique devrait être suffisamment détaillée pour permettre à un investisseur de déterminer si un investissement en respecte les modalités. Il serait en outre préférable que la politique ne se limite pas à déclarer que le gestionnaire attribuera les opérations de manière juste et équitable à la lumière des objectifs et stratégies d'investissement des fonds, entre autres facteurs. En fait, le contenu de la politique devrait être décrit de manière adéquate aux investisseurs dans la notice de placement privé qu'ils reçoivent lorsqu'ils souscrivent au fonds. La notice de placement privé devrait aussi énoncer clairement la possibilité d'un tel conflit d'intérêts et, le cas échéant, la procédure que suivra le gestionnaire pour le résoudre.

Conclusion

Dans le présent article, nous avons décrit certains des conflits d'intérêts les plus communs, mais il ne s'agit pas d'une liste exhaustive. Par exemple, durant la vie d'un fonds, différentes opérations entre « parties liées » peuvent avoir lieu. Le gestionnaire et les investisseurs ont tous intérêt à ce que les documents constitutifs et les documents d'information

« ce ne sont pas tous les conflits d'intérêts qui posent problème et qui doivent être résolus. »

des fonds définissent clairement les transactions qui seront considérées comme des « opérations entre parties liées » et la manière dont ces opérations seront traitées et évaluées par les gestionnaires ou le comité consultatif¹⁵. En étant suffisamment détaillés, les documents d'information indiqueront clairement aux gestionnaires quelles situations correspondent à des « opérations entre parties liées » et sont donc sujettes aux règles sur les conflits d'intérêts qu'il aura établies. Pour mieux baliser le concept de « parties liées », les gestionnaires et les investisseurs pourront s'inspirer de la définition contenue dans le gabarit de rapport de la ILPA¹⁶. Par ailleurs, les investisseurs doivent être conscients que ce ne sont pas tous les conflits d'intérêts qui posent problème et qui doivent être résolus. Dans tout fonds, il existe une certaine divergence entre les intérêts du gestionnaire et ceux des investisseurs¹⁷. Or, il est impossible d'arriver à une parfaite concordance des intérêts de façon économique. Par conséquent, au lieu de chercher une concordance parfaite des intérêts du gestionnaire et des leurs ou d'essayer de donner au comité consultatif un pouvoir de surveillance sur tout type de divergence, les investisseurs doivent accepter que les actions de leur gestionnaire puissent entrer en conflit avec leurs propres intérêts. Au moment de négocier les clauses sur les conflits d'intérêts dans la convention de société en commandite d'un fonds ou d'une lettre accessoire, toutes les parties concernées devraient adopter une approche équilibrée et baliser clairement les situations dans lesquelles le comité consultatif doit être consulté ou doit approuver une opération entre parties liées.

-
1. Sur la question de l'asymétrie de l'information dans les fonds d'investissement, voir SAHLMAN, William A. « The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations ». *Journal of Financial Economics*, vol. 27, pp. 473-521.
 2. [Securities and Exchange Commission speech – Julie M. Riewe, Coprésidente, Gestion d'actifs, Division of Enforcement, « Conflicts, conflicts everywhere », 26 février 2015.](#)
 3. Cet article cite certains règlements et instructions générales des autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM ») et certains dossiers litigieux de la SEC aux États-Unis. Bien que plusieurs fonds de capital-investissement ou fonds de capital de risque canadiens et leurs gestionnaires ne sont pas sujets à la réglementation des ACVM et, par conséquent, ne sont pas régis par ces règlements et cette jurisprudence, les normes développées par les ACVM et la jurisprudence de la SEC peuvent potentiellement appuyer une action intentée au Canada par des investisseurs contre un gestionnaire non inscrit, pour avoir manqué à ses obligations fiduciaires, selon le *Code civil du Québec*, les documents constitutifs du fonds ou la

législation en valeurs mobilières de certaines provinces prévoyant certains droits statutaires de résiliation ou de dommages pour déclaration fausse ou trompeuse dans la notice de placement privé. Les normes indiquées dans cet article devraient par conséquent servir de guide également pour les gestionnaires canadiens non inscrits.

4. Dans la situation où les frais sont basés sur la valeur des actifs sous gestion, la divulgation d'information devra clarifier la façon dont ces actifs seront évalués.
5. [SEC, Litigation, Release No. 4219, 2015.](#)
6. Selon l'Instruction générale 31-103, l'information communiquée devrait être mise en évidence et être rédigée de façon précise, claire et explicite pour les clients, et devrait expliquer le conflit d'intérêts et son effet possible sur le service offert aux clients.
7. Voir en particulier les exigences formulées dans le *Règlement 23-102 sur l'emploi des courtages* et l'instruction générale connexe. **Rappel** : Les gestionnaires inscrits sont tenus de fournir « la meilleure exécution », c'est-à-dire qu'ils doivent trouver les conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant raisonnablement être obtenues dans les circonstances lorsqu'ils sélectionnent un courtier pour des opérations effectuées au nom du fonds, comme le prescrit le *Règlement 23-101 sur les règles de négociation*.
8. Certains traduisent parfois cette expression en français par « structure maître-nourricier ».
9. [ILPA Best Practices](#). Voir plus précisément les notes 4 et 5 du rapport type aneexé aux rapports standards trimestriels, version 1.1 du ILPA (publié en octobre 2011 et révisé en septembre 2016).
10. *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement* au Québec.
11. Le Règlement 81-106 s'applique aux fonds d'investissement (tel que défini dans la *Loi sur les valeurs mobilières* (Québec)) qui sont des émetteurs assujettis. Pour plus d'information sur la définition de fonds d'investissement dans la Loi sur les valeurs mobilières (Québec), consulter notre article « [Exigences d'inscription visant les gestionnaires de fonds de capital de risque et de capital investissement au Canada : un cadre réglementaire favorable](#) » publié en mai 2014 dans le bulletin *Lavery Capital*.
12. La notion de « parties liées » du Règlement 81-106 renvoie au *Manuel de l'Institut canadien des comptables agréés*.
13. Voir la rubrique 13.4 de l'Instruction générale 31-103 dans la section « Pratiques en matière de rémunération ». Voir aussi la section sur les conflits d'intérêts liés à la rémunération de l'Avis 12-0108 de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM).
14. Dans cet article, les « fonds concurrents » désignent des fonds autorisés à investir dans les mêmes opportunités; ainsi, relativement à certains types d'opportunités d'investissement, ces fonds peuvent être considérés comme des concurrents.
15. On voit surtout cette exigence dans les fonds d'investissement s'adressant à des investisseurs institutionnels, et non dans les fonds grand public.
16. Voir l'onglet « Related Party Definition » du [gabarit de rapport de la ILPA \(version 1.1, publiée en janvier 2016\)](#).
17. Par exemple, en raison du régime de l'intéressement à la performance que l'on trouve dans de nombreux fonds, le gestionnaire souhaitant obtenir une rémunération plus généreuse aura intérêt à faire des investissements plus risqués ou plus spéculatifs que ce qui serait normalement dans l'intérêt des investisseurs.