

Recommandations de l'AFG sur l'indicateur de risque et de rendement (SRRI)

JUIN 2012



L'Association Française de la Gestion Financière (AFG) représente et défend les intérêts des professionnels de la gestion d'actifs. Ceux-ci gèrent plus de 2 600 milliards d'euros d'actifs dont près de 1 200 milliards d'euros sous forme de gestion financière de fonds collectifs (1^{er} rang européen et 2^e rang mondial après les États-Unis).

La gestion d'actifs française est une profession organisée en structures homogènes : les sociétés de gestion de portefeuille qui répondent à des règles strictes, notamment en matière d'agrément et de contrôle, et sont placées sous le bloc de compétence de l'Autorité des marchés financiers. Les établissements financiers à capacité multiple – établissements bancaires et sociétés d'assurance – ont filialisé leurs activités de gestion pour compte de tiers, tandis qu'un nombre croissant de sociétés de gestion entrepreneuriales affirment leur dynamisme.

L'AFG a pour mission d'informer et d'assister ses adhérents. Elle leur apporte un concours permanent dans les domaines juridique, fiscal, économique, comptable et technique. Elle anime la réflexion de la profession sur l'évolution des techniques de gestion, la protection de l'épargne, le gouvernement d'entreprise, la recherche et la formation.

Interlocuteur des pouvoirs publics français, européens et internationaux, l'AFG contribue activement à l'évolution de la réglementation. Elle joue un rôle déterminant dans la définition des règles éthiques de la gestion et établit les règlements de déontologie de la profession.

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

Recommandations de l'AFG sur l'indicateur de risque et de rendement (SRRI)

Analyse établie par le groupe de travail dédié au SRRI
de la commission des Techniques de gestion.

Sommaire

Introduction	4
Remarques générales	5
Quel degré de précision pour le SRRRI ? Quelle discrétion méthodologique ?	5
Quel jour de la semaine retenir pour le calcul de la performance hebdomadaire ?	5
Quel traitement en cas de jour férié ?	6
Quels fréquences et <i>monitorings</i> des mises à jour et changements de note ?	6
Pour la période d'observation de 4 mois, combien de semaines normées faudrait-il prendre en compte ?	6
Quelle utilisation des limites ?	6
Remarques sur des cas particuliers	7
Comment traiter le cas des fonds flexibles ?	7
Comment classer les fonds CPPI (<i>Constant Proportion Portfolio Insurance</i>) ?	8
Calcul du SRRRI pour CPPI : calcul de la volatilité du <i>pro-forma asset mix</i>	8
Monétarisation d'un CPPI	8
Comment classer les fonds en contrainte de VaR relative ?	9
Fonds à Formule (<i>Structured funds</i>) – méthode de mise à jour	9
Fonds à Formule – choix du taux sans risque	9
Fonds à Formule – <i>Drift</i>	9
Calcul de l'indicateur de risque pour les OPCVM de fonds alternatifs	10
Remerciements	11

Introduction

Depuis le 1^{er} juillet 2011, le prospectus simplifié est remplacé par le DICI (document d'information clé pour l'investisseur), un document standardisé sur 2 pages comprenant 5 rubriques, dont une portant sur le profil de risque et de rendement du fonds. Cette rubrique est divisée en 3 sections : l'indicateur synthétique de risque et de rendement (SSRRI) sur une échelle numérique de 1 à 7, une première explication textuelle liée à la note présentée et une deuxième liée aux risques non capturés par la note.

L'indicateur synthétique de risque et de rendement est calculé selon une méthodologie précise définie par l'ESMA dans ses recommandations¹ publiées en juillet 2010. La méthodologie standard est basée sur la volatilité du fonds. Il s'agit de déterminer la volatilité historique annualisée du fonds à partir des rendements hebdomadaires constatés sur une période de 5 ans et puis de classer le fonds en utilisant la table des intervalles de volatilité établie par l'ESMA.

1) Recommendations ESMA: CESR's guidelines on the methodology for the calculation of the synthetic risk and reward indicator in the Key Investor Information Document (CESR/10-673).

Remarques générales

Quel degré de précision pour le SRRI ? Quelle discrétion méthodologique ?

L'objectif du régulateur a été de proposer² une méthodologie précise³, harmonisée, applicable à tout type de fonds, verrouillée et difficilement manipulable. Il n'est donc pas envisageable de déroger aux méthodes recommandées par l'ESMA ou de dégrader manuellement le niveau de la note. Le niveau affiché doit être le résultat de l'application de la méthodologie admise⁴. Le SRRI est à la fois un indicateur de risque et de rendement, en ce sens que le résultat doit être le plus précis possible afin de ne pas sur / sous estimer ni le risque, ni (corrélativement) l'ampleur de rendement à attendre.

Rappelons également que le KIID / DICI, document au sein duquel est logé le SRRI, donne les renseignements essentiels et nécessaires permettant à l'investisseur de prendre une décision d'investissement en toute connaissance de cause. Il est donc important de rappeler que, au moins pour les fonds coordonnés, ce document est à mettre systématiquement à disposition de tous les investisseurs potentiels (qu'ils soient "grand public" ou institutionnels).

Quel jour de la semaine retenir pour le calcul de la performance hebdomadaire ?

Il est recommandé de retenir le vendredi pour le calcul de la performance hebdomadaire.

2) Recommendations ESMA: CESR's guidelines on the methodology for the calculation of the synthetic risk and reward indicator in the Key Investor Information Document (CESR/10-673).

3) Nous rappelons que la méthodologie préconisée par l'ESMA est basée sur la volatilité du fonds (à partir des rendements hebdomadaires du fonds sur une période de 5 ans, on détermine la volatilité historique annualisée et une table avec des intervalles de volatilité permet de classer le fonds sur une échelle de 1 à 7).

La méthodologie de l'ESMA établit de facto une classification des fonds en distinguant :

Un cas général : "Market fund", lorsque la stratégie d'investissement vise à refléter le profil rendement / risque d'un segment prédéfini de marché ;

Des cas spécifiques, en présence d'un profil de risque prédéterminé ou profil de rendement cible :

- "Absolute return fund" (fonds à performance absolue; la stratégie de gestion s'appuie sur une allocation variable dans différentes classes d'actifs ; présence d'une limite de risque) ;
- "Total return fund" (le fonds vise un rendement cible en participant à des investissements flexibles sur diverses classes d'actifs) ;
- "Life cycle fund" (des changements d'allocation selon des règles prédéfinies en fonction du rapprochement d'une date cible) ;
- "Structured Fund" (fonds à formule, méthode basée sur un calcul de VaR à maturité 99 %).

4) Il peut toutefois y avoir des cas isolés et très particuliers nécessitant des aménagements d'hypothèses au sein de la méthodologie admise afin de corriger un biais évident, mais sous réserve expresse de documentation et justification précises.

Quel traitement en cas de jour férié ?

En cas de jour férié, les dernières valorisations connues doivent être prises en compte.

Quels fréquences et monitorings des mises à jour et changements de note ?

- Mise à jour du KIID / DICI : chaque année
- Monitoring : continu

Le texte du régulateur prévoit une migration de note :

- en cas de changement important dans le profil de risque/rendement du fonds ;
- si des changements de la rubrique “Profil de risque et de rendement” ont lieu suite à des changements de politique/stratégie d’investissement ;
- si la volatilité a été différente de la catégorie actuelle sur chaque point d’observation dans une fenêtre de 4 mois.

Pour le dernier cas, si, pendant les 4 derniers mois, le SRRRI est à chaque fois différent du SRRRI publié, il faut mettre à jour le KIID / DICI. Le nouveau SRRRI est alors égal à celui qui est observé le plus grand nombre de fois dans les 17 dernières semaines. Si deux niveaux de SRRRI différents sont à égalité, alors il convient de retenir celui qui est le plus récemment observé.

Pour la période d’observation de 4 mois, combien de semaines normées faudrait-il prendre en compte ?

Il est recommandé de retenir 17 semaines.

Quelle utilisation des limites ?

En règle générale, l’utilisation des limites (par exemple des limites de risque interne) nécessite une organisation de la gouvernance de ces limites.

Remarques sur des cas particuliers

Comment traiter le cas des fonds flexibles ?

Pour les fonds flexibles, la classification en “*Total return*” paraît adéquate (c’est ce que recommande l’ESMA).

Il est recommandé pour le calcul du “*pro-forma asset mix*” de procéder par priorité aux méthodes suivantes :

1. le calcul de la volatilité du *pro-forma asset mix* peut être réalisé de différentes façons :
 - a) volatilité *ex ante* : celle-ci se calcule selon les mêmes méthodes qu’une VaR, mais au lieu d’extraire un quantile, on calcule l’écart-type. Elle peut reposer sur des données historiques (comme pour une VaR historique) ou implicites (comme pour une VaR Monte Carlo).
 - b) volatilité en cohérence avec le calcul de volatilité utilisé pour encadrer la gestion du fonds en termes de budgets de risque interne (généralement *ex ante*, calculée sur un an de données)
2. le calcul de la volatilité du *pro-forma asset mix* peut aussi être réalisé au travers d’un *mapping* vers un portefeuille d’indices représentatifs, fondés par exemple sur la base de la composition du fonds dans les reportings. Cette méthode est toutefois légèrement approximative si la corrélation entre l’actif du fonds et le portefeuille d’indices n’est pas prise en compte, contrairement aux méthodes exposées au point précédent.
3. le calcul du *pro-forma asset mix* peut être réalisé via une régression de la NAV (VL) sur des indices représentant des facteurs représentatifs.

De manière dérogatoire, les fonds flexibles qui ont une limite de risque statutaire (en volatilité ou en *Value at Risk*) proche de la limite de risque interne, peuvent être classés en “*Absolute return*” et dériver de cette limite la volatilité nécessaire au calcul du SRRI.

Comment classer les fonds CPPI (*Constant Proportion Portfolio Insurance*) ?

Il est recommandé de classer ces fonds en catégorie “*Total return*”. Nous rappelons que la méthodologie proposée par le régulateur ne prend pas en compte les garanties offertes aux souscripteurs. Il est donc recommandé d’assortir la note avec une explication textuelle expliquant que la note présentée est calculée selon une méthodologie conçue pour le cas d’une personne qui sortirait sans le bénéfice de la garantie.⁵

Les recommandations de l’ESMA prévoient pour les “*Total return*” d’utiliser la volatilité correspondant aux limites de risque, s’il en existe et si c’est pertinent (*if any and appropriate*). Dans le cas des CPPI, si on considère qu’il n’y a pas de limite pertinente, la formule devient donc : $SRRRI = \max(\text{Vol_Histo}, \text{Vol_ProForma})$. Sous cette forme, la formule donne généralement des résultats probants.

Calcul du SRRRI pour CPPI : calcul de la volatilité du *pro-forma asset mix*

Il est admis d’utiliser les mesures de risque internes pour en dériver le SRRRI du fonds.

Cela a l’intérêt :

- 1/ d’appuyer le calcul sur un indicateur de risque réellement utilisé en gestion,
- 2/ de simplifier la mise en œuvre.

Pour le calcul de la volatilité du *pro-forma asset mix*, Exposition X volatilité de l’actif risqué est une méthode admissible. Cependant, cette méthode ne peut être retenue que si la volatilité de l’actif non risqué est négligeable, ce que nous recommandons de documenter.

Monétarisation d’un CPPI

Il est recommandé de traiter la monétarisation définitive comme un changement de mode de gestion (césure), de façon à pouvoir pertinemment adapter le KIID / DICI. Ainsi, le CPPI monétarisé devient un “*Market fund*” ou un “*Life cycle*”.

Dans d’autres cas (garanties glissantes ou annuelles par exemple), on conserve la méthode “*Total return*”. Avec la monétarisation temporaire ou partielle, la volatilité du *pro-forma* baisse et se traduit après quelques semaines par une baisse du SRRRI.

⁵ Il est rappelé que la méthodologie proposée par le régulateur nécessiterait d’être révisée, au moins pour ce qui concerne les fonds à garanties permanentes afin de pouvoir plafonner le SRRRI en tenant compte du montant qui est garanti.

Comment classer les fonds en contrainte de VaR relative ?

Ces fonds sont à classer en tant que “*Market funds*”. Ils ne peuvent pas être classés dans la catégorie des fonds “*Absolute return*”, car une contrainte en VaR relative ne peut pas être assimilée à une contrainte en VaR.

Fonds à Formule (*Structured funds*) – méthode de mise à jour

Rappelons que l’AMF exige que le SRRRI des fonds à formule soit recalculé chaque semaine, et le KIID / DICI mis à jour si besoin, comme pour les autres catégories de fonds.

La mise à jour du SRRRI peut être réalisée au travers de différentes méthodes (une seule devant être choisie pour un même fonds) :

- VaR historique (méthode préconisée par l’ESMA dans son texte de recommandations)
- VaR probabiliste reposant sur des scénarios d’évolution des sous-jacents.

Fonds à Formule – choix du taux sans risque

Voici deux exemples qui peuvent constituer des choix admissibles :

- prendre le taux de la courbe de swap de maturité correspondante,
ou
- prendre le taux de la courbe OAT de maturité équivalente (par exemple en interpolation linéaire).

Fonds à Formule – *Drift*

Concernant la méthodologie pour les fonds à formule (*structured funds*), l’ESMA ne définit pas la notion de “*drift*” et ne préconise pas non plus de méthode permettant de déterminer si on est en présence d’un tel phénomène et comment le corriger. Nous estimons, en l’absence d’autres éléments qui pourraient être mis en évidence au niveau européen concernant l’application de la méthode de calcul du SRRRI de l’ESMA, que cette dernière est plus particulièrement adaptée au calcul du SRRRI au démarrage du fonds.

Toutefois, la société de gestion peut déterminer (au cas par cas et suivant les simulations effectuées) qu’il serait judicieux de rallonger l’historique de la simulation afin de prendre en compte des situations de marchés plus diversifiés (à la hausse et à la baisse). Dans le cas d’espèce, nous estimons que le fait de rallonger l’historique constitue une base raisonnable pour corriger le *drift*.

Nous rappelons que dans le KIID / DICI, il est possible d'utiliser le commentaire pour "moduler" le SRRI, par exemple en incluant le risque extrême de perte en capital dans l'explication textuelle liée à la note présentée.

Calcul de l'indicateur de risque pour les OPCVM de fonds alternatifs

Il est recommandé d'appliquer la méthode préconisée pour les "*Total return funds*" et de recourir pour le calcul de la volatilité :

- à une limite de risque, au cas où le fonds en aurait une ;
- à l'utilisation d'un *pro-forma asset mix* :
 - en privilégiant un calcul de la volatilité en transparence des fonds sous-jacents, lorsque la société de gestion dispose d'un outil externe offrant cette fonctionnalité, à compléter par un indice de *hedge funds* adéquat pour les fonds qui ne seraient pas couverts par l'outil ;
 - sinon, en faisant appel pour l'intégralité du fonds à un indice de *hedge funds* ou à un *mix* de sous-indices par stratégie appropriés (comme par exemple HFRX, Edhec, Greenwich, etc.). Cette méthode gagnera en précision avec la prise en compte de la corrélation entre le fonds et l'indice.

L'AFG remercie l'ensemble des membres du groupe de travail qui ont participé à l'élaboration de ce guide et en particulier **Arnaud DECHÂTRE**, directeur adjoint des risques chez Lyxor AM qui a dirigé ce groupe rattaché à la Commission des Techniques de gestion de l'AFG présidée par **Arnaud FALLER**, directeur des investissements chez CPR AM. **Adina GURAU AUDIBERT** en a été le rapporteur AFG.

AFG - 31, rue de Miromesnil - 75008 Paris – Tél. : 01 44 94 94 00 – www.afg.asso.fr

AFG
Service Communication-Formation
31 rue de Miromesnil
75008 Paris
Tél.: 01 44 94 94 00

www.afg.asso.fr

