

Guide AFG portant sur certains aspects du suivi des risques et du contrôle de valorisation liés à l'investissement des fonds de droit français dans les CoCos¹

Contexte

Faisant suite à la mise à jour par l'AMF de sa doctrine sur les CoCos le 20 juin 2017, l'AFG a recueilli un ensemble de bonnes pratiques de Place relatives au suivi de ces instruments par les équipes de *risk management*. Plus particulièrement, l'AFG s'est intéressée aux problématiques de valorisation soulevées par la mise en œuvre de la doctrine de l'AMF susmentionnée.

En France, les CoCos entrent dans la catégorie AMF des titres financiers comportant un contrat financier, lorsqu'ils sont complexes². À ce titre, les sociétés de gestion doivent déposer une demande d'agrément spécifique, mentionner dans le prospectus l'éligibilité de l'instrument à l'actif du fonds et mettre en place un suivi des risques adéquat, y compris un processus de contre-valorisation.

Concernant ce dernier point, il est demandé aux sociétés de gestion de mettre en place un suivi des risques amenant à développer certaines capacités de valorisation. Ces capacités permettront surtout, en fonction du type de CoCo cible et de la stratégie mise en œuvre dans le fonds, de comprendre les ressorts du prix de marché/transactionnel retenu pour la valorisation en portefeuille, de vérifier sa cohérence et de permettre, en cas d'absence de prix de marché, la valorisation³ du titre. C'est en premier lieu un outil d'alerte.

Dans le cadre du dispositif que met en place la société de gestion lorsqu'elle souhaite investir dans des CoCos, il est utile de spécifier à titre de bonne pratique que le poids de ces instruments dans le portefeuille est à calibrer en fonction de la stratégie d'investissement du fonds et de sa cible de clientèle.

Suivi des risques :

■ Éléments sur la valorisation des actifs

Bien qu'il s'agisse d'instruments dits "complexes" selon la doctrine AMF pour ce qui concerne l'organisation et les moyens humains de la société de gestion à mettre en place, les CoCos sont des instruments cotés et les sociétés de gestion disposent généralement de multiples contributeurs et de contributions génériques des fournisseurs de données.

1) Les CoCos (Contingent Convertibles) sont des obligations convertibles subordonnées. Ces instruments de dette hybrides sont émis par les banques pour atteindre les niveaux de capitaux requis par les accords de Bâle.

2) Conformément à l'annexe 1.9 de l'instruction 2008-03.

3) La valorisation serait par exemple basée sur l'estimation de la variation du prix théorique à appliquer au dernier prix observé. Cette dernière s'appuie sur l'analyse de l'évolution des principaux paramètres d'évaluation du comportement de l'instrument.

Il appartient à chaque société de gestion de s'assurer lors de l'établissement de la valeur liquidative que les prix contribués sont représentatifs du marché (nombre de contributeurs, évolution des prix, dispersion des prix...).

L'évaluation par un modèle théorique est utile, notamment en cas d'absence/disparition du prix de marché. L'AFG rappelle que la valorisation des CoCos, comme tout autre actif entrant dans la composition du portefeuille, rentre dans le cas général de la politique de valorisation de la SGP, y compris les procédures d'estimation et de forçage de cours prévues dans la réglementation des OPC.

À ce jour, il n'existe pas de modèle de valorisation universellement utilisé sur les CoCos. Si aucun modèle ne s'est imposé comme un standard de marché pour les Cocos, l'utilité de l'évaluation par un modèle théorique est plutôt liée à son usage en tant qu'outil d'alerte permettant, par exemple, au-delà d'un seuil de déclencher une analyse plus approfondie. En effet, le contrôle de cohérence des prix à intervalle régulier (et à fréquence au minimum hebdomadaire) entre le *marked to market* et le *marked to model* permettra de suivre l'évolution de l'écart entre le prix de marché et l'estimation du modèle théorique, afin d'être en mesure de constater une éventuelle dérive significative de l'écart moyen – potentiellement non négligeable – entre les deux méthodes de valorisation. Cet écartement du différentiel peut surtout apparaître sur des CoCos moins liquides ou moins contribués. Le seuil d'alerte, exprimé en terme d'écart entre le *marked to market* et le *marked to model*, peut donc dépendre du type de CoCo et de modèle, et notamment retenir un seuil de 10 % ne semble pas inhabituel dans ce contexte. Plus particulièrement, en fonction de la prépondérance de la stratégie mettant en œuvre des CoCos dans le portefeuille, et notamment lorsqu'il s'agit d'un des moteurs principaux de performance du fonds, le seuil est à resserrer en conséquence.

Par ailleurs, les données nécessaires à l'évaluation ne sont pas toutes directement observables sur les marchés, même si des prix *marked to market* sont observables pour les CoCos. À titre d'exemple, dans le cas de Banco Popular, le défaut de la CoCo a été déclenché par le régulateur dans le cadre du mécanisme européen de redressement des banques et de résolution de leurs défaillances. Les prix contribués ou modèles théoriques ne pouvaient pas anticiper cet élément déclencheur d'événement de défaut.

L'AFG recommande aux sociétés de gestion de définir un seuil d'alerte au-delà duquel le titre entrera dans les procédures d'escalade de suivi des valorisations des instruments.

Dans le cas où des prix contribués sont disponibles et la liquidité le permet, l'évaluation d'un prix théorique à fréquence hebdomadaire peut paraître suffisante. Dans tous les cas, l'appréciation de la liquidité des instruments par la société de gestion peut l'amener à envisager un pas plus fréquent.

Concernant la valorisation en *marked to model*, on peut citer à titre d'exemple les approches suivantes pour appréhender les risques des CoCos :

- Le modèle basé sur les dérivés actions (*Equity derivatives model*) :

Le prix de la CoCo est obtenu en valorisant un portefeuille de dérivés actions qui reproduit les flux de la CoCo (i.e. si ce portefeuille produit les mêmes *cash-flows* que la CoCo, alors les deux prix sont identiques). Le prix obtenu est décomposé de telle façon qu'il permette de quantifier le risque de crédit et le risque actions.

■ Le modèle basé sur les dérivés de crédit (*Credit derivatives model*) :

Le prix de la CoCo est obtenu en utilisant la formule de valorisation d'une obligation classique. Le risque dû à la conversion est inclus dans le *spread* d'actualisation de l'obligation. Dans le cas des calculs d'indicateurs de risques, ce modèle ne nécessite pas trop de paramètres et leur calibration est donc plus robuste.

En ce qui concerne les capacités de contre-valorisation, il n'y a pas aujourd'hui de modèle universel ou d'approche standardisée. Les problématiques soulevées démontrent que ce sujet est loin d'être à un stade mûr et les pratiques des sociétés de gestion sont nécessairement très hétérogènes. D'ailleurs, les modèles et approches évoqués sont assez complexes à mettre en œuvre.

À titre d'exemple et sans être exhaustif, on peut citer quelques paramètres typiquement utiles à la valorisation pour les deux modèles : le niveau du spot du sous-jacent, le niveau du spot du sous-jacent qui active le seuil de déclenchement (*trigger*) de la CoCo, les volatilités implicites du sous-jacent, le niveau de *spread* de l'émetteur (en prenant en compte des titres subordonnés) ou la courbe de taux Euribor à 3 mois ou à 6 mois.

■ Éléments sur le suivi des risques de marchés

La société de gestion devrait être à même de mesurer l'impact de l'investissement dans ces actifs sur les facteurs de risque identifiés (et cartographiés) du portefeuille. À ce titre, elle peut suivre par exemple pour appréhender l'effet sur le portefeuille les indicateurs de risques des titres tels que les sensibilités taux, crédit et actions. Il peut également être utile de suivre au niveau du ligne à ligne des informations relatives aux émetteurs et titres, comme par exemple les *triggers* sur chaque émission, la distance au *trigger* en pourcentage et en montant, la distance au *trigger* rapportée au résultat net (le nombre d'exercices en pertes nettes pour consommer les réserves en capital), les prévisions de résultat net ou la capitalisation boursière et l'actif pondéré par le risque (RWA).

■ Options pour le calcul de l'engagement

En ligne avec les méthodes et formules actuelles du calcul de l'engagement au sein de l'Union Européenne, plusieurs solutions existent pour le suivi du risque global en méthode de l'engagement (*net commitment*). À titre d'exemple, une méthode prudente consiste à prendre en engagement l'intégralité du notionnel. Cette méthode est très conservatrice. Une seconde méthode consiste à retenir l'équivalent delta actions de la CoCo.

Il appartient à chaque société de gestion de retenir la méthode de calcul de l'engagement qu'elle juge la plus pertinente au regard notamment de sa stratégie.

Ce document a été réalisé par un groupe de travail dédié présidé par Maité Couderc (La Française Asset Management), rattaché à la Commission Gestion financière et Management du risque présidée par Arnaud Faller (CPR Asset Management) et Olivier Corby (Candriam France).
L'AFG remercie l'ensemble des membres du Groupe de travail pour leur contribution.

L'Association Française de la Gestion financière (AFG) représente et promeut les intérêts des professionnels de la gestion pour compte de tiers. Elle réunit tous les acteurs du métier de la gestion d'actifs, qu'elle soit individualisée (mandats) ou collective. Ces derniers gèrent 4 000 milliards d'euros, dont 1 950 milliards d'euros en fonds de droit français et 2 050 milliards d'euros en gestion de mandats et de fonds de droit étranger.

Publication réalisée par le service Gestions de l'AFG

Adina Gurau-Audibert, Directrice Gestions | T : +33 (0)1 44 94 94 31 | a.gurau.audibert@afg.asso.fr

41 rue de la Bienfaisance | 75008 Paris

T : +33 (0)1 44 94 94 00

45 rue de Trèves | 1040 Bruxelles

T : +32 (0)2 486 02 90

www.afg.asso.fr  @AFG_France


association française
de la gestion financière