

EP/BG 04.05.05

## **Commentaires et propositions d'amendements de l'AFG**

### **sur le projet de modification du Règlement général de l'AMF et le projet d'instruction relatifs aux modalités de suivi des opérations sur les instruments financiers à terme et des acquisitions et cessions temporaires de titres des OPCVM**

L'AFG remercie l'AMF d'avoir ouvert une consultation publique sur l'avant-projet des textes qui régiront, à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2006, le calcul de l'engagement des OPCVM sur les IFT (instruments financiers à terme).

Elaboré par l'AMF en concertation avec les représentants de la profession, le nouveau dispositif corrige les nombreuses imperfections du chapitre 6 de l'instruction du 15 décembre 1998 et modernise de façon substantielle l'approche antérieure des instruments financiers à terme.

**A/ L'AFG approuve le nouveau dispositif dans son ensemble. Toutefois, l'AFG demande qu'il soit adapté sur 2 points essentiels pour l'industrie française :**

#### **1 – Les seuils de VaR absolue sont insuffisants.**

L'AFG demande que, pour les OPCVM de type 2, lorsqu'il est impossible de déterminer un indicateur de référence, ou bien lorsque la valeur en risque de l'indicateur de référence apparaît inappropriée, **le seuil de VaR hebdomadaire à 95 % soit porté à 10% au lieu des 5% proposés** ( et à 20% au lieu des 10% proposés pour les OPCVM ARIAEL).

Les raisons sont exposées en annexe 1

#### **2 – La profession estime préférable d'utiliser la Valeur en risque conditionnelle (CVaR) plutôt que la Valeur en risque (VaR).**

L'AFG demande que, pour les OPCVM de type 2, **le choix d'utiliser la Valeur en Risque (VaR) ou bien la Valeur en Risque Conditionnelle (CvaR) soit laissé à la société de gestion.**

Les raisons sont exposées en annexe 2

**B/ D'autres remarques sont signalées au fil des textes, en mode « suivi des modifications » et « commentaires ». Elles concernent pour l'essentiel :**

- la cohérence de la rédaction qui permet aux OPCVM de type 1 d'opter pour le choix de la méthode probabiliste ;
- l'entrée en vigueur du nouveau dispositif, qui pourrait être immédiat pour les OPCVM qui le souhaitent, notamment pour les ARIAEL ;
- l'article 411-44-6 s'applique à proprement parler à certains instruments financiers, et non pas aux OPCVM qui les détiennent ;
- la valeur en risque, qui doit être calculée sur une période de 7 jours calendaires (et non pas de négociation), pour être calée sur la périodicité hebdomadaire de calcul de la VL
- les acquisitions temporaires de titres, qui ne font « tourner le compteur » de l'engagement qu'en cas de réemploi, c'est à dire si les titres empruntés font l'objet d'une cession ;
- la compensation entre indice et portefeuille qui pourrait s'appuyer sur la tracking error ;
- le traitement des CFD qui ne semble pas homogène entre la note explicative et l'instruction ;
- Les instruments financiers à terme ayant pour sous-jacent des OPCVM ou des fonds d'investissement, qui sont assimilés, pour le calcul de l'engagement, aux instruments financiers à terme dont le risque principal est un risque action ;

## **Annexe 1 : Seuil de la VaR**

La Commission « Techniques de gestion » de l'AFG a examiné à nouveau le niveau du seuil de VaR absolue dans le cas d'OPCVM sans indicateur de référence. Elle souligne les points suivants :

- S'agissant d'OPCVM de type 2 ne comportant pas d'indicateur de référence, ou comportant un indicateur de référence n'allouant pas un budget de risque suffisant (exemple : l'Eonia), on pourrait penser au premier examen que le plafond de Var pourrait dépendre de l'objectif de la gestion et de la nature des stratégies mises en œuvre, avec l'idée que ce plafond serait mentionné dans le prospectus simplifié de l'OPCVM. Mais a contrario, il ne nous paraît pas souhaitable que la réglementation prévoit plusieurs seuils, selon la nature des stratégies. Il s'agit donc de fixer le seuil unique maximal à un niveau qui permette d'embrasser suffisamment de stratégies 'classiques' sans toutefois qu'il ne puisse être considéré comme laxiste. Selon l'objectif de la gestion et les stratégies employées, le prospectus simplifié de l'OPCVM pourra prévoir une limite plus faible.

- l'utilisation d'une VaR à 7 jours calendaires (qui est, de ce fait, adaptée aux fréquences de calcul hebdomadaires) à 95% (risque de première espèce qui tolère 2 occurrences de dépassement sur 52 semaines, mais pas 3) correspond à une référence moyenne parfaitement adaptée aux conditions « normales » de fonctionnement des marchés financiers. En effet, pour un actif lognormal, cette VaR correspond à  $[1.65 / 52^{1/2}]$ , soit 0,23 fois la volatilité annualisée de cet actif. Si la limite retenue pour la VaR est de 10%, cela revient à dire que la volatilité doit être inférieure à 43%. Ce niveau de 43% doit être comparé à celui d'un OPCVM à vocation générale classique, qui a le droit d'être exposé à 200 % de son indicateur de référence (100% d'instruments cash + 100% d'IFT). En ramenant le calcul sur une base à 100%, il apparaît que le seuil de 10% sur la VaR est équivalent au choix d'un indice de référence présentant une volatilité de 20%.

Cela nous semble cohérent et parfaitement acceptable. Certes, la volatilité du CAC 40 est aujourd'hui de l'ordre de 10% mais c'est un niveau exceptionnellement bas : cette volatilité est historiquement de l'ordre de 20% ; Au début des années 2000, elle a été supérieure à 30%. Prendre une référence de 20% sur la durée n'est pas déraisonnable d'autant plus que l'indice CAC 40 n'est pas le plus volatil et que, pour des indices qui le sont plus, la limite de 10% apparaîtra contraignante, voire très contraignante pour les gérants. Un indice tel que le NASDAQ ainsi que les indices des pays émergents présentent des volatilités parfois supérieures à 50%.

- En pratique, les gérants s'imposeront des limites en VaR inférieures, pour ne pas se retrouver dans le cadre d'un dépassement. On pense en particulier à un gérant qui se serait fixé une limite « interne » de 8% de VaR. Si elle est indiquée dans le prospectus, il pourrait connaître un dépassement minime à 8.1%. Une limite affichée de 10% entendue comme une limite maximum pourrait alors donner un peu plus de latitude au gérant tout en respectant le prospectus simplifié de l'OPCVM. A l'image du ratio d'engagement actuel de 100% (dont on sait qu'il n'est que rarement approché ne serait-ce que pour éviter tout dépassement accidentel), n'implique pas que ce seuil soit systématiquement utilisé : c'est la borne supérieure à ne pas dépasser dans 95% des cas. Et elle est adaptée à toutes les stratégies.

Enfin, l'indication d'un indice de référence ne doit pas, par ailleurs, préjuger de la méthode retenue pour le calcul de VaR : le calcul de VaR absolue doit pouvoir être utilisé pour les fonds qui cherchent à faire de « l'absolut<sup>1</sup> return » même si le prospectus fait mention d'un indice de référence ou d'un objectif de gestion pour le calcul des commissions de « sur performance ». Le calcul du ratio de VaR n'aurait pas de sens réel ici car les risques implicites d'un fonds total return (sigma) peuvent être importants contrairement à ceux de l'indicateur de performance affiché.

**L'AFG demande donc que, pour les OPCVM de type 2 pour lesquels il est impossible de déterminer un indicateur de référence, ou bien lorsque la valeur en risque de l'indicateur de référence apparaît inappropriée, le seuil de VaR hebdomadaire à 95 % soit porté à 10% au lieu des 5% proposés ( et à 20% au lieu des 10% proposés pour les OPCVM ARIAEL).**

00000000

## **Annexe 2 : La Valeur en Risque Conditionnelle**

La Valeur en Risque Conditionnelle (Conditional Value at Risk, ou CVaR) est aussi appelée Expected Shortfall (ES).

La VaR possède des qualités qui lui ont permis de s'imposer comme un standard reconnu par les autorités de tutelle et internationales. Pourtant, la cohérence de cette mesure n'est totale que lorsque la distribution des rendements des actifs en portefeuille est gaussienne. Pour les portefeuilles dont les rendements présentent des queues de distribution épaisses, des pertes extrêmes peuvent survenir bien au-delà de la VaR. Dans le cadre des stratégies de gestion alternative, la CVaR semble en partie solutionner ce problème. Si ces stratégies génèrent des distributions de rendements à queues épaisses, la CVaR permet de mesurer la perte moyenne dans la région critique non appréhendée par la VaR (ie : les 1% ou 5% de cas de dépassement de la VaR) et donc de mieux quantifier le risque extrême de ces distributions à queues épaisses.

La CVaR d'un portefeuille sur une période de 7 jours avec un niveau de confiance de 95% est la moyenne des pertes que peut subir ce portefeuille pendant 7 jours dans les 5% des scénarios de marché les plus défavorables.

Par définition, la CVaR du portefeuille est toujours plus grande que sa VaR puisque c'est la moyenne des pertes supérieures à la VaR; la CVaR prend donc mieux en compte les risques extrêmes que la VaR (prise en compte des scénarios très rares). De plus, elle a l'avantage de présenter des propriétés de sous additivité ce qui la rend plus adaptée à l'analyse du risque de certains OPCVM. En cela, la CVaR semble être conforme à avec l'orientation de la Commission Européenne (recommandation 2004/383/CE) qui incite à « développer des

---

<sup>1</sup> Ce style de gestion essaie de sur performer un objectif monétaire additionné d'un spread : cet objectif de performance a un risque quasi nul en lui-même. En revanche pour générer ce niveau de performance au-dessus du taux monétaire, le gérant doit prendre du risque qui augmente proportionnellement avec le niveau de spread attendu (le coefficient de proportionnalité est égal à l'inverse du ratio de sharp du gérant). Ainsi pour un fonds qui souhaite atteindre un niveau de performance très important au-dessus du taux monétaire (ex: niveau de performance attendu Euribor + 500 bp), celui-ci nécessite une volatilité importante ( ex: 7%) et donc un risque qui est bien supérieure au risque de l'objectif de performance (ex: 20 bp en volatilité)

méthodes plus avancées et plus élaborées d'évaluation des risques » et d'implémenter « les meilleures pratiques en terme de VaR et de tests de robustesse».

Enfin, la CvaR s'estime beaucoup plus facilement que la VaR et l'optimisation sous sa contrainte d'un portefeuille est plus aisée. La CVaR est de mieux en mieux reconnue comme *un indicateur pertinent de mesure des risques extrêmes et une importante littérature académique* lui est consacrée depuis quelques années.

**La profession demande que, pour les OPCVM de type 2, le choix soit laissé à la société de gestion d'utiliser la Valeur en Risque (VaR) ou bien la Valeur en Risque Conditionnelle (CvaR). Les seuils en CVaR seraient déterminés à partir de ceux fixés pour la VaR, en raisonnant sur un actif suivant une loi log-normale. Ainsi, la CVaR étant égale, pour une loi lognormale, à approximativement 1,3 fois la VaR, nous proposons comme plafond de CVaR 13% de l'actif net (26% pour les OPCVM ARIA EL).**

00000000

**Projet de modification du règlement général de l'AMF  
Projet d'instruction**

Propositions d'amendement et Commentaires insérés par l'AFG  
(le 04 mai 2005)

# LIVRE IV – PRODUITS D'ÉPARGNE COLLECTIVE

## [ TITRE I - OPCVM

### CHAPITRE I - DISPOSITIONS COMMUNES AUX OPCVM

#### Section 2 – Règles de fonctionnement

#### SOUS-SECTION 6 – DISPOSITIONS COMPTABLES ET FINANCIÈRES]

#### Paragraphe 6 – Mesure de l'engagement [nouveau]

##### 1.1.1.1. Article 411-44-1

Au sens du présent paragraphe :

1° L'effet de levier d'un OPCVM au sens du III de l'article 4-4 du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989 est égal à sa capacité d'amplification rapportée à son actif net ;

2° La sensibilité d'un instrument financier est égale à l'opposée de la dérivée de la valeur de marché de cet instrument financier par rapport au taux d'intérêt, rapportée à la valeur de cet instrument financier ;

3° La sensibilité maximale autorisée d'un OPCVM est égale à la plus élevée des deux valeurs suivantes telles que mentionnées dans le prospectus complet de l'OPCVM :

a) La valeur absolue de la sensibilité maximale;

b) La valeur absolue de la sensibilité minimale ;

Lorsque les valeurs mentionnées aux a et b ne sont pas mentionnées dans le prospectus complet de l'OPCVM, la sensibilité maximale autorisée est égale à 10.

4° La valeur en risque (« *Value at Risk* ») d'un OPCVM est égale à la perte maximale que peut subir cet OPCVM sur une période de sept jours ~~calendaires~~ avec une probabilité de ~~95%~~ ;

5° Le delta d'un instrument financier à terme est égal à la dérivée de la valeur de marché de cet instrument financier à terme par rapport à la valeur de marché de l'instrument sous-jacent ;

6° Le bêta taux d'un instrument financier ~~est égal à la sensibilité de l'instrument financier~~, rapportée à la sensibilité maximale autorisée de l'OPCVM.

Les OPCVM régis par la section 1 du chapitre IV du titre I du livre II du code monétaire et financier, les OPCVM à règles d'investissement allégées ainsi que les OPCVM de fonds alternatifs appliquent les articles 411-44-1 à 411-44-8 à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2006.

#### Article 411-44-2

1 - On distingue deux types d'instruments financiers à terme selon leur profil de risque :

- les instruments financiers à terme dont le profil de risque est évalué de façon satisfaisante, dans les conditions précisées par une instruction de l'AMF, par la méthode de l'approximation linéaire sont dits simples.
- les autres instruments financiers à terme qui sont dits complexes.

**Commentaire** : correction d'erreurs de plume. Nous étions d'accord entre l'AMF et l'AFG.

**Supprimé** : de négociation

**Supprimé** : 99

**Commentaire** : correction de pure forme. Pas de débat sur le fond.

**Supprimé** : à terme

**Supprimé** : sous-jacent

**Commentaire** : préciser : immédiatement pour les OPCVM qui le souhaitent, notamment les ARIEL.

II - On distingue deux types d'OPCVM selon la nature des instruments financiers à terme détenus en portefeuille :

1° Un OPCVM est de type 1 lorsqu'il respecte en permanence les conditions suivantes :

a) La perte maximale liée à l'utilisation d'instruments financiers à terme complexes mentionnés à l'article 411-44-7 est inférieure ou égale à 10% de la valeur de l'actif net de l'OPCVM ;

b) La somme des valeurs absolues des sensibilités des instruments financiers à terme simples exposés sur le marché des taux, multipliées par la valeur de marché de ces instruments financiers à terme, est inférieure au produit de la sensibilité maximale autorisée par la valeur de l'actif net de l'OPCVM. Seuls les instruments financiers à terme, exposés principalement sur le marché des taux et dont la capacité d'amplification n'est pas compensée intégralement par un instrument financier au comptant, sont pris en compte pour le calcul de cette somme. Elle est calculée de la manière suivante :

**Commentaire** : correction d'une coquille assez importante : ce sont bien les sensibilités individuelles, et non leur somme, qui doivent être multipliées par ...

$$\sum_{i=1}^n |s_i| \times MtM_i < s_{\max} \times AN$$

$s_i$  = sensibilité de l'instrument financier à terme  $i$  exposé sur le marché des taux ;  
 $MtM_i$  = valeur de marché de l'instrument financier à terme  $i$  ;  
 $s_{\max}$  = sensibilité maximale autorisée de l'OPCVM ;  
 $AN$  = valeur de l'actif net de l'OPCVM.

c) Sa performance repose sur les risques de taux, de crédit, de change, sur la variation du marché des actions, ou sur plusieurs de ces risques simultanément. Elle ne repose pas de façon significative sur des arbitrages au sein de ces sources de risque ou sur d'autres sources de risque.

2° Les autres OPCVM sont de type 2.

#### 1.1.1.2. Article 411-44-3

Afin de calculer leur engagement, les OPCVM de type 1 utilisent la méthode de l'approximation linéaire ou la méthode probabiliste. Les OPCVM de type 2 utilisent la méthode probabiliste.

La société de gestion de portefeuille de l'OPCVM détermine si la nature des instruments financiers à terme et leurs modalités d'utilisation sont compatibles avec une évaluation par la méthode de l'approximation linéaire de leur profil de risque.

#### 1.1.1.3. Article 411-44-4

I - L'engagement d'un OPCVM de type 1 utilisant exclusivement des instruments financiers à terme simples est calculé selon la méthode de l'approximation linéaire.

II - L'engagement d'un OPCVM de type 1 utilisant la méthode de l'approximation linéaire, correspond au produit de l'effet de levier de l'OPCVM par la valeur de son actif. Cet engagement est égal à la somme :

**Supprimé** : calculé selon cette méthode,

1° Des valeurs absolues des capacités d'amplification des instruments financiers à terme simples dont le risque principal est un risque action, après prise en compte des compensations entre les instruments financiers à terme simples portant sur un même instrument sous-jacent et des compensations entre les instruments financiers à terme simples et les instruments financiers au comptant ;

2° De la valeur absolue des capacités d'amplification des instruments financiers à terme simples dont le risque principal est un risque taux, après prise en compte des compensations entre les instruments financiers à terme simples dont le risque principal est un risque de taux et des compensations entre les instruments financiers à terme simples et les instruments financiers au comptant ;

3° De la valeur de marché des instruments sous-jacents aux opérations d'acquisition temporaire d'instruments financiers lorsque ceux-ci font l'objet d'une cession, et des instruments financiers acquis en réemploi des ressources provenant d'une opération de cession temporaire d'instruments financiers, pris en compte dans le calcul de l'engagement dans les conditions précisées par une instruction de l'AMF.

**Commentaire** : Nous étions d'accord entre l'AMF et l'AFG : seul le réemploi est générateur d'engagement.

Les instruments financiers à terme exposés principalement sur le marché des changes ne sont pas pris en compte dans le calcul de l'engagement d'un OPCVM de type 1.

Les instruments financiers à terme exposés principalement au marché des OPCVM et fonds d'investissement sont assimilés, pour le calcul de l'engagement, aux instruments financiers à terme dont le risque principal est un risque action.

**Commentaire** : précision sur laquelle l'AMF et l'AFG s'étaient accordées.

III - La capacité d'amplification d'un instrument financier à terme simple est égale :

1° Pour un instrument financier à terme exposé principalement sur le marché des actions, au produit du delta de l'instrument financier à terme par la valeur de marché de l'actif sous-jacent de cet instrument financier à terme ;

2° Pour un contrat à terme exposé principalement sur le marché des actions, à la valeur de liquidation du contrat ;

3° Pour un instrument financier à terme exposé principalement sur le marché des taux, au produit du bêta taux de cet instrument financier par sa valeur de marché. La capacité d'amplification d'un instrument financier à terme exposé principalement sur le marché des taux est ainsi égale au produit des trois éléments suivants :

a) Le delta de l'instrument financier à terme ;

b) Le bêta taux du sous-jacent de l'instrument financier à terme ;

c) La valeur de marché du sous-jacent de l'instrument financier à terme ;

4° Pour un contrat d'échange, à la somme des capacités d'amplification des flux à verser et à recevoir, compte tenu des compensations éventuelles :

a) Pour les flux correspondant à des contrats à terme, à la valeur de liquidation de ces contrats;

b) Pour les flux correspondant à des instruments financiers optionnels, la capacité d'amplification est mesurée conformément au 1° ou au 3 selon la nature de l'exposition.

IV - Les modalités de compensation entre instruments financiers à terme et d'agrégation des capacités d'amplification sont précisées par une instruction de l'AMF.

#### **Article 411-44-5**

Lorsque l'OPCVM utilise des instruments financiers à terme complexes en substitution d'instruments financiers au comptant, l'engagement de l'OPCVM sur les instruments financiers à terme est majoré du montant qu'il aurait été nécessaire d'investir dans des instruments financiers au comptant pour obtenir une exposition identique à l'exposition obtenue par l'intermédiaire de ces instruments financiers à terme complexes dans les conditions précisées par une instruction de l'AMF.

#### Article 411-44-6

I - Les instruments financiers à terme présentant chacune des trois caractéristiques suivantes relèvent du II :

1° L'instrument financier à terme a pour objet d'échanger la performance de tout ou partie de l'actif de l'OPCVM avec la performance d'un panier d'instruments financiers ;

2° Il protège totalement l'OPCVM contre les variations de la valeur de marché de la partie de son actif faisant l'objet de l'échange de performance et expose totalement l'OPCVM aux variations de la valeur de marché du panier d'instruments financiers ;

3° Il ne comporte pas de composante optionnelle.

II - Le calcul de l'engagement est adapté selon les modalités suivantes :

1° L'instrument financier à terme n'est pas pris en compte pour le calcul de l'engagement ;

2° La part de l'actif de l'OPCVM dont la performance est donnée en échange par l'intermédiaire de l'instrument financier à terme ne peut être compensée avec des instruments financiers à terme ;

3° Le panier d'instruments financiers dont l'OPCVM reçoit la performance par l'intermédiaire de l'instrument financier à terme peut être compensé avec d'autres instruments financiers à terme dans les conditions précisées par une instruction de l'AMF.

**Commentaire** : : correction de plume.

**Supprimé** : OPCVM qui utilisent des

#### Article 411-44-7

Lorsque l'OPCVM utilise des instruments financiers à terme complexes autres que ceux mentionnés aux articles 411-44-5 et 411-44-6, l'engagement de l'OPCVM est majoré du risque de perte maximale de ces instruments financiers à terme.

##### 1.1.1.4. Article 411-44-8

I - L'engagement d'un OPCVM de type 2 est calculé selon la méthode probabiliste. Il est mesuré par la capacité d'amplification de l'OPCVM et par sa perte potentielle.

II - La capacité d'amplification d'un OPCVM de type 2 est égale au rapport de la valeur en risque de l'actif de l'OPCVM et de la valeur en risque d'un indicateur de référence défini par une instruction de l'AMF, moins un, multiplié par l'actif net de l'OPCVM. Lorsqu'il est impossible de déterminer un indicateur de référence, la capacité d'amplification est égale à dix fois la valeur en risque de son actif net.

Lorsque l'OPCVM de type 2 relève de la section 2 du chapitre VI du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989 et qu'il est impossible de déterminer un indicateur de référence, la capacité d'amplification des instruments financiers à terme est égale à cinq fois la valeur en risque de son actif net.

III - La perte potentielle de l'OPCVM est mesurée par la valeur en risque de son actif net, la société de gestion de portefeuille devant néanmoins s'assurer que la méthode utilisée permet de prendre en compte les situations extrêmes de marché.

Aux fins d'exclure les FCIMT des dispositions relatives à l'engagement, il est proposé de modifier l'article 416-1 comme suit :

**Commentaire** : : correction de plume : dans ce cas, la capacité d'amplification du fonds (et non son maximum) est égale (et non inférieure ou égale) à 20 fois (ou 10 fois) la VaR de l'actif net. En effet, comme la CA doit rester inférieure à 1 fois l'actif net, on obtient bien  $CA = 20 \times VaR \times AN < AN$ , ce qui est équivalent à  $VaR < 1/20 = 5\%$ .

**Commentaire** : : voir argumentaire dans note séparée

**Supprimé** : inférieure ou

**Supprimé** : vingt

**Supprimé** : somme des

**Supprimé** : s

**Supprimé** : d'un OPCVM

**Commentaire** : : sur la borne supérieure de 10% ou 20%, voir [AE9]. Autres corrections de pure forme, mais assez importantes. Pas de débat sur le fond.

**Supprimé** : dix

« **Article 416-1**

Les dispositions communes à l'ensemble des organismes de placement collectifs en valeurs mobilières telles que mentionnées au chapitre 1er du présent titre s'appliquent aux fonds communs d'intervention sur les marchés à terme (FCIMT) régis par l'article L. 214-42 du code monétaire et financier à l'exception du 1° de l'article 411-45 **et des articles 411-44-1 à 411-44-8.**

Les FCIMT sont également soumis aux dispositions suivantes. »

**INSTRUCTION N° 2005-XX DU [...]**

RELATIVE AUX MODALITES DE CALCUL DE L'ENGAGEMENT DES OPCVM

***Prise en application des articles 411-44-1 à 411-44-8 du règlement général de  
l'AMF***

## CHAPITRE I – DISPOSITIONS GENERALES

### Section 1 - Champ d'application

#### Article 1 OPCVM concernés

Les FCIMT et les OPCVM contractuels ne sont pas soumis aux dispositions de la présente instruction.

Le respect des dispositions de la présente instruction ne dispense pas les OPCVM des obligations auxquelles ils sont soumis en application de l'article 10 du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989.

### Section 2 – Définitions

#### Article 2 Engagement d'un OPCVM

I - Conformément au 1° du I de l'article 4-5 et à l'article 4-8 du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989, un OPCVM ne peut engager plus d'une fois son actif au titre des instruments financiers à terme et des acquisitions et cessions temporaires d'instruments financiers.

Conformément au II de l'article 14-4 du décret n° 89-623 précité, ce plafond est étendu aux emprunts d'espèces et porté à trois fois l'actif pour les OPCVM à règles d'investissement allégées à effet de levier.

II - Conformément au III de l'article 4-4 du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989, l'engagement d'un OPCVM s'obtient en retenant le plus élevé des deux montants suivants :

**1° Le produit de l'effet de levier que les instruments financiers procurent à l'OPCVM par la valeur de l'actif, appelé capacité d'amplification ;**

2° La perte potentielle de l'OPCVM.

Le plafonnement de l'engagement permet de limiter simultanément la capacité de l'OPCVM à amplifier les mouvements du marché et le risque de défaut de l'OPCVM.

#### Article 3 Eléments pris en compte pour le calcul de l'engagement d'un OPCVM

I - Le calcul de l'engagement d'un OPCVM prend en compte les éléments suivants :

1° Les instruments financiers à terme ;

2° Les acquisitions et cessions temporaires d'instruments financiers conformément au 3° du II de l'article 4-8 du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989 ;

3° Les instruments financiers à terme intégrés dans d'autres instruments financiers conformément à l'article 4-7 du décret n° 89-623 précité. Pour le calcul de l'engagement, ces instruments financiers à terme sont isolés de l'instrument au comptant qui leur sert de support ;

4° Pour les OPCVM à règles d'investissement allégées à effet de levier, les emprunts d'espèces.

II - Les acquisitions temporaires d'instruments financiers sont prises en compte dans le calcul de l'engagement dès lors que l'une au moins des deux conditions suivantes est satisfaite :

1° Les instruments financiers acquis temporairement font l'objet d'une cession;

2° La rémunération associée à cette acquisition temporaire ne correspond pas à un taux sans risque. Dans ce cas, l'opération d'acquisition temporaire d'instruments financiers intègre un instrument financier à terme qui doit être isolé de cette opération pour le calcul de l'engagement.

III - Les cessions temporaires d'instruments financiers sont prises en compte dans le calcul de l'engagement dès lors qu'elles comportent une garantie et que le montant reçu par l'OPCVM au titre de cette garantie est utilisé pour la réalisation d'opérations financières ou l'acquisition d'actifs dont le rendement ou la rémunération sont différents du taux sans risque. Dans ce cas, l'investissement en instruments financiers du montant reçu dans le cadre d'une cession temporaire d'instruments financiers distincts expose l'OPCVM à la fois aux variations de la valeur de marché des instruments financiers cédés et aux variations de la valeur de marché des instruments financiers acquis. Ces cessions temporaires sont génératrices d'effet de levier et doivent être prises en compte dans le calcul de l'engagement.

**Commentaire :** : seules les cessions fermes font « tourner le compteur » de l'engagement. Les cessions temporaires ne modifient ni l'exposition, ni l'engagement.

**Supprimé :** , y compris temporaire

#### **Article 4** **Instruments financiers à terme simples**

I - Les instruments financiers à terme dont le profil de risque est évalué de façon satisfaisante par la méthode de l'approximation linéaire sont dits simples. Ce critère ne limite pas les instruments financiers à terme simples à ceux présentant un effet de levier constant, mais exclut notamment les instruments financiers à terme suivants :

1° Les instruments financiers dont la capacité d'amplification est susceptible de varier fortement sur une courte période ;

2° Les instruments financiers dont le rendement dépend de l'évolution relative entre deux instruments sous-jacents.

II – Conformément à l'article 411-44-3 du règlement général de l'AMF, "*La société de gestion de portefeuille de l'OPCVM détermine si la nature des instruments financiers à terme et leurs modalités d'utilisation sont compatibles avec une évaluation par la méthode de l'approximation linéaire de leur profil de risque*". Les instruments financiers suivants peuvent relever de la catégorie des instruments financiers à terme simples :

1° Les options d'achat et de vente ;

2° Les options asiatiques, dont le rendement est lié à la moyenne de la valeur du sous-jacent à différentes dates de la vie de l'option ;

3° Les options « *forward start* », dont l'activation est reportée dans le temps à une date déterminée ;

4° Les options cliquet, correspondant à une série d'options à déclenchement différé, la première option étant active immédiatement, l'option suivante devenant active lorsque la première option expire, et ainsi de suite ;

5° Les options « *reverse cliquet* », dont le résultat s'apparente au versement d'un coupon diminué du résultat d'une option cliquet de vente ;

**6° Les contrats d'échange de taux classiques : taux fixe/taux variable, taux fixe/taux fixe ou taux variable /taux variable.**

#### **Article 5**

## Instruments financiers à terme complexes

I - Les instruments financiers suivants peuvent relever de la catégorie des instruments financiers à terme complexes :

**Commentaire :** ; toutes les corrections sur art 5 sont de pure forme. Pas de débat sur le fond.

1° Les options digitales ou binaires, qui rapportent un coupon prédéterminé si certaines conditions de marché sont réalisées à l'échéance, et sinon un rendement nul ;

**Supprimé :** rendement

**Supprimé :** sinon

2° Les « options rainbow », liées à plusieurs sous-jacents ;

3° Les options à barrière, dont le coupon dépend du passage éventuel d'un seuil déterminé par le prix de l'actif sous-jacent pendant la période d'exercice de l'option ;

**Supprimé :** rendement

4° Les options à barrière complexes (« options snowball »), correspondant à des options à barrière permettant une remise en jeu des coupons non acquis au titre des périodes passées pour les périodes ultérieures ;

5° Les options « callable » ;

6° Les options « auto callable », dont le rappel dépend de la réalisation d'une condition de marché qui s'impose à l'acheteur et au vendeur ;

7° Les dérivés de crédit, qui permettent à une partie, appelée l'acheteur de protection, de transférer le risque de crédit d'un actif de référence à une autre partie, appelée le vendeur de protection, sans céder la propriété de l'actif. Relèvent notamment de cette catégorie :

**Supprimé :** le bénéficiaire

**Supprimé :** garant

**Supprimé :** , le bénéficiaire du dérivé de crédit en conservant la propriété

a) Les « Credit Default Swaps », par lesquels un établissement s'engage à l'égard de son co-contractant à verser une prime régulière contre l'engagement pris par ce dernier, en cas de survenance d'un événement de crédit sur un actif de référence, de le dédommager de la perte subie sur l'actif sous-jacent, le contrat d'échange cessant d'exister après cet événement ;

b) Les « First to Default Swaps », qui sont des contrats d'échange sur défaut portant sur un panier d'actifs de référence, engendrant un paiement unique de la part du vendeur à la première survenance d'un aléa de crédit sur l'une des références du panier ;

8° Les « Contracts For Difference », qui permettent d'échanger, à l'échéance du contrat, la variation de prix de deux actifs ;

9° Les « Total Return Swaps », par lesquels deux contreparties s'échangent les flux représentant, pour l'établissement vendeur de risque, la rémunération de l'actif majorée le cas échéant de son appréciation, et pour l'investisseur acheteur de risque, une prime périodique majorée le cas échéant de la dépréciation de l'actif.

II - Lorsque la société de gestion de portefeuille de l'OPCVM considère que les conditions de structuration et d'utilisation des instruments financiers à terme sont compatibles avec une évaluation par la méthode de l'approximation linéaire de leur profil de risque, elle peut les qualifier d'instruments financiers à terme simples. Par exemple, la société de gestion peut considérer qu'un « contract for difference » constitue un instrument financier à terme simple lorsque l'objet du contrat est d'échanger la performance d'un titre contre une rémunération fixe. Le profil de risque d'un tel contrat est en effet généralement évalué de manière satisfaisante par la méthode de l'approximation linéaire.

## Article 6 Types d'OPCVM

I - Sont notamment qualifiés d'OPCVM de type 1, lorsqu'ils respectent l'ensemble des conditions posées par le 1° du II de l'article 411-44-2 du règlement général de l'AMF :

1° Les OPCVM utilisant des instruments financiers à terme pour reconstituer une exposition synthétique ;

2° Les OPCVM qui utilisent des instruments financiers à terme sur le change afin de reconstituer une exposition synthétique pour réaliser leur objectif de gestion .

Les OPCVM dont la performance repose de façon significative sur des arbitrages ou sur la volatilité sont exclus de la catégorie des OPCVM de type 1. Ces OPCVM peuvent en effet utiliser des instruments financiers à terme ayant des sensibilités de signe opposé pour prendre des positions sur la courbe des taux. Les risques de ces instruments financiers à terme ne sont pas pris en compte par la méthode de l'approximation linéaire, car celle-ci fait implicitement l'hypothèse d'une déformation parallèle de la courbe des taux. Ces éléments justifient l'utilisation pour ces OPCVM de la méthode probabiliste.

Les OPCVM qui utilisent des instruments financiers à terme sur le change pour réaliser leur objectif de gestion ne sont pas exclus de la catégorie des OPCVM de type 1.

II – Lorsqu'un OPCVM utilise des instruments financiers à terme pour modifier la sensibilité d'un instrument financier au comptant, ces instruments financiers à terme ne sont pas pris en compte pour la vérification des conditions posées au 1° du II de l'article 411-44-2 du règlement général de l'AMF. Ils restent pris en compte pour le calcul de l'engagement.

## CHAPITRE II – CALCUL DE L'ENGAGEMENT

### Section 1 - Dispositions générales

#### Article 7

#### Méthodes de calcul de l'engagement

L'engagement d'un OPCVM est calculé selon l'une des deux méthodes suivantes :

1° La méthode de l'approximation linéaire définie aux articles 411-44-4 et 411-44-5 du règlement général de l'AMF et développée à la Section 2 de la présente instruction ;

2° La méthode probabiliste définie à l'article 411-44-8 du règlement général de l'AMF et développée à la Section 3 de la présente instruction.

Conformément à l'article 411-44-3 du règlement général de l'AMF, les OPCVM de type 1 utilisent la méthode de l'approximation linéaire ou la méthode probabiliste. Les OPCVM de type 2 utilisent la méthode probabiliste.

La méthode de calcul de l'engagement est utilisée pour l'ensemble du portefeuille d'un OPCVM : la société de gestion de portefeuille ne peut utiliser la méthode de l'approximation linéaire pour une partie du portefeuille et la méthode probabiliste pour une autre partie du portefeuille.

*[à intégrer dans l'instruction de novembre 2003 relative au prospectus des OPCVM : la méthode utilisée est mentionnée dans le prospectus complet, à défaut de mention spécifique dans son prospectus, un OPCVM est considéré comme OPCVM de type 1 qui applique la méthode de l'approximation linéaire. Un changement de méthode, c'est à dire un passage de la méthode linéaire à la méthode probabiliste ou inversement, est soumis à l'agrément de l'AMF]*

Supprimé :

## Section 2 - Méthode de l'approximation linéaire

### SOUS-SECTION 1 – OPCVM DE TYPE 1 UTILISANT DES INSTRUMENTS FINANCIERS A TERME SIMPLES

#### Article 8

##### Dispositions générales applicables à l'agrégation des capacités d'amplification

I - La capacité d'amplification de l'OPCVM est égale à la somme, en valeur absolue ou en valeur algébrique selon la nature du sous-jacent :

1° Des capacités d'amplification des instruments financiers à terme détenus par l'OPCVM, après prise en compte des compensations ;

2° De la capacité d'amplification provenant des opérations d'acquisition et de cession temporaire d'instruments financiers ;

3° Pour les OPCVM agréés à règles d'investissement allégés à effet de levier, des emprunts d'espèces réalisés par l'OPCVM.

II - Le calcul de la capacité d'amplification de l'OPCVM est réalisé comme suit :

1° Les instruments financiers à terme exposés principalement sur le marché des actions, et par extension sur le marché des OPCVM et fonds d'investissement, et portant sur un sous-jacent identique, sont regroupés en classes, selon les modalités suivantes :

a) Pour la réalisation du regroupement en classes, des actifs sont réputés identiques s'ils présentent les mêmes caractéristiques de risque (notamment de taux, de change, d'action, de crédit), ce qui implique des maturités très proches ;

b) La capacité d'amplification de chaque classe est égale à la somme algébrique des capacités d'amplification des instruments financiers à terme de la classe. Les capacités d'amplification des instruments financiers à terme portant sur des sous-jacents identiques peuvent être compensées ;

c) La capacité d'amplification de chaque classe peut être diminuée par compensation avec les actifs détenus par l'OPCVM et identiques au sous-jacent de la classe, dans la limite de la valeur absolue de la capacité d'amplification.

Par exemple, si la capacité d'amplification d'une classe est de (-5) et que l'OPCVM détient 4 d'actif identique, la compensation entre la capacité d'amplification et l'actif détenu aboutit à une capacité d'amplification après compensation de (-1). En revanche, si l'OPCVM détient 6 d'actif identiques, la compensation aboutit à une capacité d'amplification, après compensation, nulle (et non de +1).

d) La capacité d'amplification nette sur les marchés actions ( $CA_{\text{actions}}$ ) est égale à la somme des valeurs absolues des capacités d'amplification après compensation de chaque classe :

$$CA_{\text{actions}} = \sum | CA (\text{actif exposé principalement sur le marché action}) |$$

2° Pour les instruments financiers à terme exposés principalement sur le marché des taux, la capacité d'amplification avant compensation sur le marché des taux est égale à la somme algébrique des capacités d'amplification des instruments financiers à terme exposés principalement sur le marché des taux. Les capacités d'amplification des instruments financiers à terme exposés principalement sur le marché des taux peuvent être compensées entre elles. La capacité d'amplification sur le marché des taux peut être diminuée par compensation avec les actifs détenus par l'OPCVM et exposés principalement sur le marché des taux. Cette compensation se fait en utilisant le produit du bêta taux de l'actif par sa valeur de marché. La valeur absolue du montant après compensation est appelée capacité d'amplification sur le marché des taux ( $CA_{\text{taux}}$ ).

$$CA_{\text{taux}} = \sum | CA (\text{actif exposé principalement sur le marché des taux}) |$$

**Commentaire :** : idem [AE6] ; précision sur laquelle l'AMF et l'AFG s'étaient accordées.

**Commentaire :** : correction de forme.

**Supprimé :** . Les actifs identiques au sous-jacent détenus par l'OPCVM sont identifiés

3° La capacité d'amplification des acquisitions et cessions temporaires d'instruments financiers ( $CA_{\text{acq/cessions}}$ ) est égale à la somme :

a) De la valeur de marché des instruments financiers sous-jacents aux opérations d'acquisition temporaire d'instruments financiers lorsqu'ils font l'objet d'une cession ;

b) De la valeur de marché des instruments financiers acquis en réemploi des ressources provenant d'une opération de cession temporaire d'instruments financiers ;

Lorsque la rémunération de l'opération d'acquisition temporaire d'instruments financiers ne correspond pas à un prix de marché, l'instrument financier à terme inclus dans l'opération doit être isolé de cette dernière et traité pour le calcul de l'engagement conformément au 1° et 2° ;

4° La capacité d'amplification du portefeuille est égale à la somme :

a) De la capacité d'amplification sur le marché des actions ;

b) De la capacité d'amplification sur le marché des taux ;

c) De la capacité d'amplification des acquisitions et cessions temporaires d'instruments financiers ;

d) Et pour les OPCVM agréés à règles d'investissement allégées à effet de levier, des emprunts d'espèces réalisés par l'OPCVM :

$$CA = CA_{\text{actions}} + CA_{\text{taux}} + CA_{\text{acq/cessions}}$$

Pour les OPCVM agréés à règles d'investissement allégées à effet de levier :

$$CA^{\text{OPCVM ARIA EL}} = CA_{\text{actions}} + CA_{\text{taux}} + CA_{\text{acq/cessions}} + \text{emprunts}$$

#### Article 9

##### Modalités particulières d'agrégation des capacités d'amplification

Les règles d'agrégation définies à l'article 9 reposent sur la compensation algébrique des expositions à un même actif sous-jacent, indépendamment de la maturité des instruments financiers à terme. Ainsi :

1° Pour les contrats à terme :

a) Les positions à terme de sens opposé portant sur des actifs sous-jacents identiques peuvent être compensées entre elles ;

b) Les compensations inter-échéances portant sur des actifs sous-jacents identiques sont admises ;

2° Pour les options :

a) Lorsque l'OPCVM est simultanément acheteur et vendeur d'options portant sur des actifs sous-jacents identiques, la capacité d'amplification peut être compensée, quelle que soit l'échéance des options ;

b) Lorsque l'OPCVM est en position ouverte, sur des actifs sous-jacents identiques, simultanément sur les marchés à terme fermes et conditionnels, la capacité d'amplification peut être compensée ;

c) L'OPCVM est autorisé à compenser une position à terme optionnelle avec un instrument financier au comptant identique effectivement détenu en portefeuille ;

d) Les achats d'options de vente et les ventes d'options d'achat peuvent être compensés avec des actifs identiques détenus par l'OPCVM ;

**Commentaire :** : idem [AE11] : seules les cessions fermes font « tourner le compteur » de l'engagement. Les cessions temporaires ne modifient ni l'exposition, ni l'engagement.

3° Dans le cas d'un OPCVM dont tout ou partie du portefeuille constitue une réplique exacte d'un indice, les compensations sont admises entre un panier d'instruments financiers répliquant l'indice et les positions à terme vendeuses dont le sous-jacent est le même indice. Lorsque le panier d'instruments financiers ne réplique pas exactement l'indice, la compensation peut être admise et est fonction de la qualité de la réplication.

**Commentaire :** Deux indicateurs pourraient être envisagés dans ce cadre :  
1. la tracking error, son niveau pourrait permettre de définir des seuils de compensation (ie :  $1\% < TE < 3\%$  => compensation à 80%, seuils donnés à titre illustratifs)

## SOUS-SECTION 2 – OPCVM DE TYPE 1 UTILISANT EGALEMENT DES INSTRUMENTS FINANCIERS A TERME COMPLEXES

### Article 10

#### Prise en compte des instruments financiers à terme complexes utilisés pour reconstituer une exposition synthétique

Conformément à l'article 411-44-5 du règlement général de l'AMF, lorsque l'OPCVM utilise des instruments financiers à terme complexes en substitution d'instruments financiers au comptant, l'engagement de l'OPCVM sur les instruments financiers à terme est majoré du montant qu'il aurait été nécessaire d'investir dans des instruments financiers au comptant pour obtenir une exposition identique à l'exposition obtenue par l'intermédiaire de ces instruments financiers à terme complexes.

**Le notionnel des contrats représentant les instruments financiers à terme peut constituer une approximation de ce montant, s'il respecte les dispositions du premier alinéa.**

Ainsi, l'engagement lié à la vente d'un « *Credit Default Swap* » par un OPCVM est égal au notionnel de ce « *Credit Default Swap* ». L'exposition synthétique reconstituée par la vente de ce « *Credit Default Swap* » correspond en effet à celle qu'aurait obtenue l'OPCVM en faisant l'acquisition d'instruments financiers émis par le même émetteur pour un montant égal au notionnel du « *Credit Default Swap* ».

### Article 11

#### Prise en compte des instruments financiers à terme ayant pour objet d'échanger la performance de tout ou partie de l'actif de l'OPCVM avec la performance d'un panier d'instruments financiers

Le calcul de l'engagement des instruments financiers à terme mentionnés au I de l'article 411-44-6 du règlement général de l'AMF est adapté selon les modalités suivantes:

1° L'instrument financier à terme n'est pas pris en compte pour le calcul de l'engagement ;

2° La part de l'actif de l'OPCVM dont la performance est donnée en échange par l'intermédiaire de l'instrument financier à terme ne peut être compensée avec des instruments financiers à terme ;

3° Le panier d'instruments financiers dont l'OPCVM reçoit la performance par l'intermédiaire de l'instrument financier à terme peut être compensé avec d'autres instruments financiers à terme, dans les conditions précisées à l'article 9 de la présente instruction.

**Commentaire :** : correction de forme.

**Supprimé :** OPCVM

### Article 12

#### Prise en compte des autres instruments financiers à terme complexes

Conformément à l'article 411-44-7 du règlement général de l'AMF, l'engagement de l'OPCVM utilisant des instruments financiers complexes autres que ceux mentionnés aux articles 10 et 11 est majoré du risque de perte maximale de ces instruments financiers.

**Commentaire :** : correction de plume.

**Supprimé :** et 12

Conformément à l'article 411-44-2 du règlement général de l'AMF, la capacité d'amplification liée à la détention d'autres instruments financiers à terme complexes ne doit pas excéder 10% de l'actif net de l'OPCVM.

### Section 3 - Méthode probabiliste

#### Article 13 Dispositions générales

La capacité d'amplification et la perte potentielle des OPCVM de type 2 doivent être évaluées de manière distincte afin de mesurer l'amplification potentielle des mouvements de marché et le risque de défaut de façon satisfaisante.

Les OPCVM de type 1 peuvent choisir d'utiliser la méthode probabiliste pour évaluer leur capacité d'amplification et leur perte potentielle.

#### Article 14 Mesure de la capacité d'amplification

I - Conformément à l'article 411-44-8 du règlement général de l'AMF, la capacité d'amplification est égale au rapport de la valeur en risque (VaR) de l'actif et de la VaR d'un indicateur de référence, moins un, multiplié par l'actif net:

$$CA = \left[ \frac{VaR(\text{actif})}{VaR(\text{indicateur})} - 1 \right] \times \text{actifnet}$$

II - L'indicateur de référence est déterminé selon les modalités suivantes :

1° Lorsque l'objectif de gestion de l'OPCVM fait référence à un indice ou à une combinaison linéaire d'indices de marché, l'indice ou la combinaison linéaire d'indices est retenu comme indicateur de référence ;

2° A défaut, un indicateur de référence implicite est établi à partir d'une allocation d'actifs cible, d'une allocation d'actifs constatée sur une période écoulée, ou à partir d'une analyse statistique des sources de risque telles que constatées *a posteriori* sur une période déterminée .

III - Lorsqu'il est impossible de déterminer un indicateur de référence, ou bien lorsque la valeur en risque de l'indicateur de référence ainsi déterminé apparaît inappropriée :

1° La capacité d'amplification de l'OPCVM est égale à dix fois la VaR de son actif net. Ceci équivaut à exiger que la VaR de l'OPCVM soit inférieure à 10% de la valeur de marché de l'actif net de l'OPCVM ;

2° Par dérogation, lorsque l'OPCVM relève de la section 2 du chapitre VI du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989 , sa capacité d'amplification est égale à cinq fois la VaR de son actif net. Ceci équivaut à exiger que la VaR de l'OPCVM soit inférieure à 20% de la valeur de marché de l'actif net de l'OPCVM.

#### Article 15 Mesure de la perte potentielle

La perte potentielle des OPCVM de type 2 est mesurée par la VaR de l'actif net, la société de gestion de portefeuille devant néanmoins s'assurer que la méthode utilisée permet de prendre en compte les situations extrêmes de marché.

**Commentaire :** : correction de forme.

**Supprimé :** est de répliquer la performance d'

**Supprimé :** d'

**Commentaire :** : précision sur laquelle l'AMF et l'AFG s'étaient accordées.

**Supprimé :**

**Supprimé :** maximale

**Supprimé :** un

**Supprimé :** vingt

**Commentaire :** : voir supra [AE8et9]

**Supprimé :** 5

**Supprimé :** de la

**Supprimé :** maximale

**Supprimé :** dix

**Supprimé :** 10

### Section 4 – Méthode applicable aux fonds à formule

#### **Article 16**

##### **Dispositions particulières aux fonds à formule**

Conformément à [décret en cours de modification, pas de renvoi possible] du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989, lorsque l'OPCVM est un fonds à formule, la mesure de l'engagement s'appuie exclusivement sur l'évaluation du risque de perte maximale. En outre, l'engagement est estimé uniquement lors de la constitution du fonds.

#### **Article 18**

##### **Dispositions particulières aux FCPE et SICAVAS**

Conformément au quatrième alinéa de l'article 8 du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989, l'engagement d'un OPCVM relevant de l'article L. 214-40 du code monétaire et financier est constitué par la perte potentielle de celui-ci évaluée à tout moment.

## Note présentée au Collège

**Service des Prestataires  
et des Produits d'Epargne**

**Emetteur :** Constance Phelizon, Pauline Leclerc-Glorieux

**Destinataires :** Les membres du Collège

**Copie :**

**Séance du :** 31/03/05

### **Calcul de l'engagement des OPCVM sur les instruments financiers à terme : note d'accompagnement des textes soumis à consultation publique**

#### **1. Introduction**

La définition et les principes de calcul de l'engagement des OPCVM sur les instruments financiers à terme (**'l'engagement'**) ont été modifiés par les articles 4-4 (II) et 4-5 (I) 1° du décret n°89-623<sup>1</sup>. Les textes soumis à consultation ont pour objet d'en préciser les modalités de calcul. Ils se substitueront à l'actuel titre VI de l'instruction du 15 décembre 1998 de la Commission des opérations de bourse, relatif aux modalités de suivi des interventions des organismes de placement collectif en valeurs mobilières sur les marchés à terme.

Deux textes sont soumis à consultation :

- une proposition de modification du livre IV du règlement général de l'AMF, par la création des articles 411-44-1 à 411-44-8 ;
- un projet d'instruction relative aux modalités de calcul de l'engagement des OPCVM.

Le calendrier prévisionnel d'entrée en vigueur et d'adoption de ces textes est :

- consultation publique du 4 avril au 4 mai 2005;
- adoption et publication des textes définitifs au plus tard le 30 juin 2005;
- entrée en vigueur des nouvelles dispositions au 1er janvier 2006.

Par exception, l'entrée en vigueur sera immédiate pour les OPCVM agréés à règles d'investissement allégées.

Les projets de textes ont été élaborés en concertation avec les représentants de la profession. Leurs principales orientations ont été approuvées par la Commission consultative "Activités de gestion individuelle et collective" de l'AMF. Ils s'inscrivent dans la continuité des dispositions antérieures, et visent à en améliorer la cohérence et la pertinence.

**Ces projets de textes pourront néanmoins avoir un impact significatif sur certains styles de gestion, dont les risques étaient jusqu'alors mal captés par la méthode antérieure.** Cet impact a fait l'objet d'une évaluation attentive au cours de l'élaboration des textes.

La présente consultation a notamment pour objet de permettre aux professionnels concernés de prendre connaissance des orientations retenues, et de faire part des interrogations ou difficultés non identifiées qu'elles soulèveraient, en vue d'une entrée en vigueur des nouvelles dispositions au 1er janvier 2006. **Elle s'adresse donc aux professionnels directement concernés par ces dispositions : sociétés de gestion, dépositaires, commissaires aux comptes.**

Cette note présente les principales orientations envisagées, afin de faciliter la lecture et l'analyse des projets de textes.

---

<sup>1</sup>cf Annexe

## 2. Contexte justifiant une refonte des règles relatives au calcul de l'engagement des OPCVM sur les marchés dérivés

L'innovation sur les marchés financiers, la modification de la définition de l'engagement dans le décret n° 89-623, ainsi que la publication le 27 avril 2004 d'une recommandation européenne concernant l'utilisation des instruments financiers dérivés par les OPCVM, nécessitent une plus grande précision des règles en vigueur sur le marché français.

**La méthode historique de calcul de l'engagement, définie par le titre 6 de l'instruction du 15 décembre 1998 relatif aux modalités de suivi des interventions des organismes de placement collectif en valeurs mobilières sur les marchés à terme, repose en effet sur la conversion en équivalent sous-jacent des instruments financiers à terme ('IFT').** Cette conversion utilise le delta, c'est à dire la dérivée de la valeur de marché de l'IFT par rapport à la valeur de marché de son sous-jacent. Elle est possible quel que soit le profil de risque de l'instrument financier et peut donc être utilisée, selon cette méthode, pour des instruments financiers à terme présentant des non linéarités importantes.

La méthode historique prévoit également sous certaines conditions l'utilisation alternative du risque de perte maximale, ce qui soulève la question de la cohérence d'une approche combinant, de manière alternative, la traduction en équivalent sous-jacent et le risque de perte maximale.

**Une telle méthode s'avère ainsi peu adaptée pour mesurer de façon adéquate le risque associé à de nombreuses stratégies mises en œuvre par les sociétés de gestion, telles que :**

- l'utilisation d'instruments financiers dérivés ayant un profil de risque contingent à un événement de marché ou de crédit (options digitales, options à barrière, dérivés de crédit...), le profil de risque de tels instruments n'étant pas linéaire et l'approche par risque de perte maximale rendant compte de manière très imparfaite de ce profil de risque ;
- les stratégies d'arbitrage actions ou taux, le calcul de l'effet de levier par le delta des IFT reposant respectivement sur une hypothèse de déformation parallèle de la courbe des taux ou de mouvements homogènes des marchés actions, alors que les stratégies d'arbitrage reposent sur l'hypothèse inverse ;
- les stratégies basées sur le risque de change.

**En outre, la méthode actuelle de calcul de l'engagement limite inutilement certaines techniques de gestion, telles que la réplication synthétique d'exposition.** Une telle technique, qui consiste à exposer l'OPCVM au risque d'un actif en utilisant des IFT est en effet fortement consommatrice d'engagement selon les règles actuelles, ce qui ne correspond pas toujours à une majoration réelle du profil de risque de l'OPCVM par rapport à l'utilisation d'instruments au comptant.

*Exemple: Un OPCVM qui cherche à répliquer une exposition sur une obligation étrangère pourra recourir à des instruments financiers à terme sur le marché des changes, sur le marché des taux et sur le marché du crédit, et consommera à trois reprises de l'engagement, majorant ainsi le véritable risque associé à une telle réplication synthétique d'exposition, et limitant d'autant les possibilités de recours à d'autres IFT dans le cadre de stratégies complémentaires.*

**Le décret n° 89-623 a pris acte de cette situation, en modifiant et en précisant la définition de l'engagement.** Ainsi :

- L'engagement est défini comme la valeur maximale entre la perte potentielle de l'OPCVM et le produit de l'effet de levier par l'actif net de l'OPCVM (Cf. art. 4-4 (II) et du décret n°89-623);
- un OPCVM peut engager au maximum une fois son actif sur les instruments financiers à terme<sup>2</sup>(Cf. art. 4-5 (I) 1° du décret suscit<sup>é</sup>).

---

<sup>2</sup> Une telle règle ne s'applique pas :

- aux OPCVM à règles d'investissement allégées à effet de levier, pour lesquels l'engagement est porté à trois fois l'actif (Cf. II de l'art. 14-4 du décret n°89-623)

Les règles visant à mesurer et à limiter l'engagement des OPCVM sur les marchés dérivés ont donc deux finalités :

- Elle permettent d'une part de limiter l'amplification des mouvements défavorables des marchés par les OPCVM, c'est-à-dire leur effet de levier. Les instruments financiers à terme détenus par un OPCVM exposent en effet ce dernier sur les titres sous-jacents. Le plafonnement de l'engagement permet de protéger les porteurs, en limitant la baisse potentielle de la valeur de leurs parts en cas de mouvements défavorables des marchés.
- Elles permettent d'autre part de limiter le risque de défaut de l'OPCVM. Certains instruments financiers à terme introduisent en effet un risque de défaut de l'OPCVM, en exposant ce dernier à des pertes potentiellement illimitées. Le plafonnement de l'engagement limite les pertes de l'OPCVM sur les instruments financiers à terme à la valeur de son actif, ce qui réduit son risque de défaut.

La mesure de l'engagement s'inscrit dans une logique de régulation des produits, consistant à définir des règles d'investissement afin de limiter l'intensité des risques auquel un OPCVM peut s'exposer. Elle ne constitue qu'un aspect du contrôle des risques mis en oeuvre par le régulateur. Elle est complétée:

- par d'autres règles d'investissement (règles de dispersion des risques, ratios de contrepartie...);
- par une régulation des acteurs (adéquation des stratégies avec les moyens mis en oeuvre, prévention des conflits d'intérêt);
- par des règles visant à assurer une information adéquate des investisseurs;
- par des conditions de commercialisation adaptées aux produits.

Ainsi, si la mesure de l'engagement contribue à la régulation des OPCVM utilisant des IFT, elle n'en constitue qu'une des composantes et ne doit pas être assimilée à l'ensemble du dispositif de régulation des OPCVM. En particulier, la mesure de l'engagement ne se substitue pas à la mise en place, au sein de la société de gestion, d'un dispositif de contrôle des risques adapté aux stratégies de gestion mises en oeuvre.

### **3. Présentation des deux méthodes de calcul de l'engagement des OPCVM sur les marchés dérivés**

Comme indiqué plus haut, l'engagement est défini comme la valeur maximale entre la perte potentielle de l'OPCVM et le produit de l'effet de levier par l'actif net de l'OPCVM.

Le calcul de l'engagement repose sur l'utilisation de deux méthodes alternatives :

- la méthode linéaire, héritière de la méthode actuelle de calcul de l'engagement décrite dans le titre 6 de l'instruction du 15 décembre 1998;
- la méthode probabiliste, qui n'existait pas antérieurement.

La méthode linéaire repose, comme la méthode actuelle de calcul de l'engagement, sur la conversion des instruments financiers à terme en équivalent sous-jacent. Approximative par nature, elle ne peut être utilisée que par les OPCVM dont elle capte correctement les risques liés à l'utilisation d'IFT. En règle générale, ce dernier critère est vérifié si les IFT utilisés ont un profil de risque pouvant être approché par approximation linéaire, d'où le nom de « méthode linéaire ». Les OPCVM pouvant utiliser la méthode linéaire sont dits "de type 1".

Lorsque la méthode linéaire ne permet pas de capter correctement les risques liés à l'utilisation d'IFT, l'OPCVM doit utiliser une méthode alternative de calcul de l'engagement, qui s'appuie sur une évaluation distincte du risque de défaut de l'OPCVM d'une part, et de sa capacité d'amplification d'autre part. Elle s'appuie sur les outils de contrôle des risques développés par les sociétés de gestion, et notamment sur

- 
- aux des fonds communs d'intervention sur les marchés à terme (FCIMT), qui ne sont pas contraints au niveau de leur engagement (Cf. art 11 du décret n°89-623)
  - aux fonds contractuels, qui ne relèvent pas du décret n° 89-623 et dont les règles d'investissement sont libres.

la notion de perte moyenne que peut subir un portefeuille dans les plus mauvais scénarios d'une distribution de probabilité (notion de *Value at risk*), d'où la notion de "méthode probabiliste". Elle est obligatoirement utilisée pour le calcul de l'engagement des OPCVM qui ne peuvent utiliser la méthode linéaire. Ces OPCVM sont dits "de type 2".

Type d'OPCVM	OPCVM de type 1	OPCVM de type 2
Mesure de l'engagement		
Méthode linéaire	possible	impossible
Méthode probabiliste	possible	obligatoire

### 3.1 Présentation de la méthode linéaire

La méthode linéaire part du comportement individuel des IFT détenus par l'OPCVM en cas de faible variation des marchés, pour en déduire l'engagement global de l'OPCVM .

Cette méthode n'est utilisable que par les OPCVM de type 1. Comme indiqué plus haut, les OPCVM de type 1 sont les OPCVM dont les risques sont correctement captés par la méthode linéaire. L'article 411-44-2 du règlement général de l'AMF définit des critères complémentaires en ce sens. Ces critères excluent notamment les OPCVM dont la performance repose de façon significative sur des stratégies d'arbitrage. Sous certaines conditions, détaillées plus bas, ces OPCVM peuvent néanmoins utiliser des instruments financiers à terme complexes, définis comme les instruments financiers à terme dont le profil de risque n'est pas évalué de manière satisfaisante par la méthode de l'approximation linéaire.

La méthode linéaire repose sur la notion de capacité d'amplification (CA), définie comme le produit de l'effet de levier de l'OPCVM par l'actif net. Le calcul de cette capacité d'amplification repose sur la distinction de quatre sous-ensembles :

- les IFT principalement exposés sur les actions, qui contribuent à la capacité d'amplification actions ('**CA<sub>actions</sub>**')
- les IFT principalement exposés sur les taux, qui contribuent à la capacité d'amplification taux ('**CA<sub>taux</sub>**')
- les acquisitions et cessions temporaires de titres, qui contribuent à la capacité d'amplification acquisitions et cessions temporaires ('**CA<sub>ac</sub>**')
- pour les seuls OPCVM agréés à règles d'investissement allégés et à effet de levier ('**OPCVM ARIA EL**'), les emprunts d'espèces.

La capacité d'amplification de l'OPCVM s'écrit donc:

- pour les OPCVM autres que les OPCVM ARIA EL :

$$CA_{OPCVM} = CA_{actions} + CA_{taux} + CA_{ac}$$

- pour les OPCVM ARIA EL :

$$CA_{OPCVM} = CA_{actions} + CA_{taux} + CA_{ac} + \text{emprunts}$$

**La méthode linéaire fait l'hypothèse que le plafonnement de la capacité d'amplification limite également la perte potentielle de l'OPCVM.** En limitant l'amplification des mouvements défavorables du marché par l'OPCVM, c'est-à-dire leur effet de levier, et en restreignant cette méthode de calcul aux OPCVM de type 1, le plafonnement de l'engagement permet en effet de limiter la perte potentielle des OPCVM concernés.

**Pour les OPCVM de type 1, un seul calcul est donc nécessaire pour mesurer l'engagement. Celui-ci est égal à la capacité d'amplification de l'OPCVM.**

Les méthodes de calcul des capacités d'amplification actions, taux et acquisitions et cessions temporaires, détaillées plus bas, ainsi que l'agrégation de ces capacités d'amplification par simple

somme, font implicitement l'hypothèse que tous les facteurs de risques auxquels est exposé l'OPCVM peuvent se réaliser en même temps.

Une telle approche, qui a l'avantage de la simplicité, est à la fois :

- conservatrice, car elle ne tient pas compte des éventuelles corrélations négatives entre les facteurs de risques, et
- approximative, car elle extrapole le comportement individuel des IFT en cas de faible variation des marchés, pour en déduire le profil de risque de l'OPCVM en cas de variation substantielle et non homogène de ces marchés.

Ceci justifie à la fois de ne prendre en compte qu'un nombre limité de facteurs de risques (taux et actions), afin de ne pas rendre la méthode trop limitative, et d'en restreindre l'utilisation aux seuls OPCVM dont elle capte correctement les risques.

**Enfin, le périmètre des instruments financiers pris en compte est élargi par rapport à la méthode actuelle.** Il intègre désormais, outre les instruments financiers à terme :

- les acquisitions et cessions temporaires de titres et les dérivés intégrés pour l'ensemble des OPCVM, et
- pour les OPCVM à règles d'investissement allégées à effet de levier, le montant des emprunts.

### **3.1.1 Maintien des dispositions actuelles pour la mesure de la $CA_{actions}$**

La méthode de calcul de l'engagement actuellement en vigueur dans le cadre du titre 6 de l'instruction du 15 décembre 1998 est largement maintenue pour ce premier ensemble d'instruments financiers à terme. La présentation en est adaptée afin de permettre l'introduction de la notion de  $CA_{actions}$ .

Les principales évolutions portent sur la suppression de la possibilité d'utiliser le risque de perte maximale pour les contrats d'échange, sur la simplification des règles de compensation, et sur les règles particulières applicables aux compensations concernant les positions à terme vendeuses dont le sous-jacent est un indice actions.

#### ➤ **Au niveau des IFT pris individuellement :**

- la capacité d'amplification d'un contrat à terme correspond à sa valeur de marché ;
- la capacité d'amplification d'un contrat optionnel est égal à son équivalent sous-jacent, défini comme le produit de son delta - égal à la dérivée de la valeur de marché du contrat optionnel par rapport à la valeur de marché de son sous-jacent - par la valeur de marché du sous-jacent. L'équivalent sous-jacent correspond ainsi à la quantité de sous-jacent que l'OPCVM doit détenir pour avoir la même sensibilité que le contrat optionnel aux variations de la valeur du sous-jacent.

*Exemple: Un contrat optionnel dont le delta est de 0,5, la quotité de 10 et la valeur de marché du sous-jacent de 100 a une capacité d'amplification égale à  $0,5 \cdot 10 \cdot 100 = 500$ .*

- la capacité d'amplification d'un contrat d'échange (swap) correspond à la somme des capacités d'amplification des flux à verser et à recevoir, compte-tenu des compensations éventuelles. La composante optionnelle éventuelle du contrat d'échange est traitée selon les dispositions décrites à l'alinéa précédent ; **il n'est plus possible d'utiliser le risque de perte maximale pour évaluer la capacité d'amplification d'un contrat d'échange.**
- **Au niveau de l'OPCVM, les règles d'agrégation et de compensation des capacités d'amplification individuelles sont simplifiées, puisque la méthode proposée n'impose plus d'ordre pour la réalisation des compensations, ce qui devrait faciliter l'automatisation du calcul de l'engagement.**

Pour mémoire, le dispositif actuel impose au contraire de compenser d'abord les IFT entre eux pour obtenir l'engagement brut, puis de calculer un engagement net par compensation avec des instruments financiers au comptant.

En revanche, le dispositif proposé repose toujours sur le principe de compensation des expositions portant sur des actifs identiques. Des actifs sont réputés identiques s'ils présentent les mêmes caractéristiques de risque (notamment de taux, de change, d'action, de crédit), ce qui implique généralement des maturités très proches. Les actifs identiques et les IFT portant sur ces actifs sont regroupés au sein d'une même classe. Dans chaque classe, la compensation se fait par somme algébrique des expositions qui en découlent, dans la limite de l'exposition initiale.

*Exemple: Selon la nouvelle méthode, la capacité d'amplification d'un call C1 acheté portant sur un sous-jacent S peut toujours être compensée avec la capacité d'amplification d'un call C2 vendu portant sur ce même sous-jacent S. Comme dans la méthode actuelle, cette compensation est possible même si le call C1 et le call C2 n'ont pas la même maturité ou le même strike.*

*La capacité d'amplification du call C2 vendu, qui est négative, peut également être compensée avec des titres du sous-jacent S détenus par l'OPCVM.*

*L'ordre de compensation n'est pas imposé : C1 peut être compensé avec C2, puis le reliquat de cette opération de compensation peut être compensé à nouveau avec S. On peut également commencer par compenser C2 avec S, puis le reliquat de cette première compensation peut être compensé avec C1.*

*Ainsi, si :*

- la capacité d'amplification du call C1 acheté est de 500 : CA (C1) = 500*
- la capacité d'amplification du call C2 vendu est de -700 : CA (C2) = -700*
- la valeur de marché des titres S est de 100 : S = 100*

*On aura :*

$$CA_{actions} = | CA(C1) + CA(C2) + S | = 100$$

*En revanche, si la valeur de marché des titres S est de 400, on aura : CA<sub>actions</sub> = 0 (et non 200) la compensation de la capacité d'amplification provenant de C1 et de C2 par les titres S détenus par l'OPCVM s'arrêtant à l'annulation de l'engagement.*

➤ **Enfin, les règles de compensation sont modifiées concernant les positions à terme vendeuses dont le sous-jacent est un indice actions.**

Les nouvelles règles de calcul de l'engagement n'autorisent plus, contrairement aux dispositions actuelles, un OPCVM dont tout ou partie du portefeuille est investi en actions négociées sur les mêmes marchés que les valeurs constituant un indice action, sans que cette partie du portefeuille ne constitue une réplique exacte de l'indice, à compenser les positions à terme vendeuses, dont le sous-jacent est cet indice actions, à hauteur de 50% de leur valeur avec les actions négociées sur les mêmes marchés que les valeurs constituant cet indice actions.

Les compensations restent admises au sein d'un OPCVM entre les positions à terme vendeuses dont le sous-jacent est un indice actions, et la partie du portefeuille de l'OPCVM qui constitue une réplique exacte de cet indice.

Les compensations entre positions à terme vendeuses sur un indice action et un panier de titres ne répliquant pas exactement l'indice doivent tenir compte de la qualité de réplification de la performance de l'indice par le panier de titres.

La CA<sub>actions</sub> d'un OPCVM est égale à la somme des valeurs absolues des capacités d'amplification individuelles des IFT après compensation:

$$CA_{actions} = \sum | CA (\text{actif exposé principalement sur le marché action}) |$$

### 3.1.2 Une nouvelle mesure de la $CA_{\text{taux}}$

La méthode de calcul de l'engagement préconisée par le titre 6 de l'instruction du 15 décembre 1998 n'apparaît pas adaptée aux instruments financiers à terme exposés principalement sur le marché des taux. En effet, elle s'intéresse à l'impact d'une variation de la valeur de marché de ces sous-jacents sur la valeur de marché de l'OPCVM, sans tenir compte de la corrélation entre les variations des valeurs de marché de ces sous-jacents qui provient de leur exposition taux.

**Le projet de texte adapte la méthode de calcul de l'engagement aux spécificités des instruments financiers exposés principalement sur le marché des taux :** chaque IFT est désormais traduit en équivalent sous-jacent, puis pondéré par le rapport de la sensibilité de son sous-jacent sur la sensibilité maximale autorisée de l'OPCVM. Ceci revient à définir la capacité d'amplification d'un IFT comme le produit du rapport de la sensibilité de cet IFT rapportée à la sensibilité maximale autorisée de l'OPCVM, par la valeur de marché de cet IFT.

Lorsque le prospectus de l'OPCVM mentionne la sensibilité maximale et la sensibilité minimale du portefeuille, la sensibilité maximale autorisée est égale à la plus élevée des valeurs absolues de ces deux sensibilités.

A défaut, la sensibilité maximale autorisée est fixée à 10.

- La capacité d'amplification taux d'un IFT donné est donc calculée selon la formule suivante:

$$CA_{\text{taux}} = \Delta_{\text{IFT}} \times \frac{\text{sensibilité}_{\text{sous-jacent}}}{\text{sensibilité max}_{\text{portefeuille}}} \times \text{valeur de marché}_{\text{sous-jacent}}$$

Cette formule est équivalente à la formule ci-dessous :

$$CA_{\text{taux}} = \frac{\text{sensibilité}_{\text{IFT}}}{\text{sensibilité max}_{\text{portefeuille}}} \times \text{valeur de marché}_{\text{IFT}}$$

**La principale différence entre le calcul de la  $CA_{\text{taux}}$  par rapport à celui de la  $CA_{\text{actions}}$  consiste donc en la prise en compte de la sensibilité du sous-jacent de l'IFT.**

En effet, alors que le calcul de la  $CA_{\text{actions}}$  fait l'hypothèse d'une variation homogène de toutes les actions, sans prise en compte du bêta de chaque titre, le calcul de la  $CA_{\text{taux}}$  prend en compte l'incidence d'une variation du marché des taux sur la valeur du sous-jacent de l'IFT, et donc sur l'IFT.

Ce nouveau mode de calcul permet ainsi de tenir compte de la contribution de chaque sous-jacent au profil de risque du portefeuille, en s'intéressant à l'impact d'une variation homogène des taux sur la valeur liquidative de l'OPCVM.

*Exemple: soit une option d'achat sur une obligation O. Le delta de cette option est de 0.5, la sensibilité de l'obligation O est de 2, la sensibilité maximale du portefeuille est de 3, et la valeur de marché de l'obligation O est de 100.*

*Selon la méthode actuelle, la contribution de cet IFT à l'engagement du portefeuille est égale à  $0.5 \times 100 = 50$*

*Selon la nouvelle méthode de calcul, la  $CA_{\text{taux}}$  de cet IFT est égale à  $0.5 \times (2/3) \times 100 = 33.33$*

La méthode présente une limite essentielle: elle fait l'hypothèse d'une déformation parallèle et identique de toutes les courbes de taux. Cette approximation la rend inadaptée, par exemple, aux stratégies d'arbitrage de taux cherchant à exploiter des déformations de courbe ou des variations relatives entre différents taux d'intérêt. De manière plus générale, il appartient à la société de gestion de déterminer si la méthode capte de manière satisfaisant les risques de l'OPCVM.

C'est pourquoi le projet de texte :

- précise que les OPCVM dont la stratégie repose principalement sur des stratégies d'arbitrage doivent utiliser la méthode probabiliste afin de mesurer leur engagement;
- ajoute un critère quantitatif à respecter par les OPCVM pour pouvoir être qualifiés d'OPCVM de type 1: la somme des valeurs absolues des sensibilités des instruments financiers à terme simples exposés sur le marché des taux, multipliée par la valeur de marché de ces instruments financiers à terme, est inférieure au produit de la sensibilité maximale autorisée par la valeur de l'actif net de l'OPCVM, selon la formule suivante:

$$\sum_{i=1}^n |s_i| \times MtM_i < s_{\max} \times AN$$

avec:

$s_i$  = sensibilité de l'instrument financier à terme  $i$  exposé sur le marché des taux ;  
 $MtM_i$  = valeur de marché de l'instrument financier à terme  $i$  ;  
 $s_{\max}$  = sensibilité maximale autorisée de l'OPCVM ;  
 $AN$  = valeur de l'actif net de l'OPCVM.

Seuls les instruments financiers à terme exposés principalement sur le marché des taux et dont la capacité d'amplification n'est pas compensée intégralement par un instrument financier au comptant sont pris en compte pour le calcul de cette somme.

Ce critère s'appuie sur la valeur absolue des sensibilités des IFT utilisés. Il permet donc d'identifier les OPCVM qui utilisent de manière significative des IFT ayant des sensibilités de signe opposé et dont le profil de risque ne serait pas capté par la méthode linéaire. Afin de ne pas exclure de la méthode linéaire les OPCVM utilisant des IFT dans le but d'ajuster la sensibilité de leur portefeuille de titres vifs, l'évaluation du respect du critère ne prend pas en compte les IFT dont la capacité d'amplification est compensée par un instrument financier au comptant.

Le respect de ce critère implique que la CA taux d'un OPCVM de type 1 est toujours inférieure à l'actif net de cet OPCVM.

- Enfin, la capacité d'amplification taux d'un OPCVM est égale à la valeur absolue de la somme des capacités d'amplification individuelles des IFT après compensation:

$$CA_{\text{taux}} = \left| \sum CA (\text{actif exposé principalement sur le marché des taux}) \right|$$

**Les règles de compensation entre IFT exposés principalement sur le marché des taux sont donc plus souples que celles prévalant entre IFT exposés principalement sur le marché des actions.**

En effet, les capacités d'amplification des instruments financiers à terme exposés principalement sur le marché des taux peuvent toutes être compensées entre elles, et la capacité d'amplification sur le marché des taux peut être diminuée par compensation avec les actifs exposés principalement sur le marché des taux détenus par l'OPCVM.

Pour mémoire, pour les IFT exposés principalement sur le marché des actions, la compensation n'est possible qu'entre IFT portant sur le même sous-jacent, ou entre IFT portant sur un sous-jacent donné et les sous-jacent détenus par l'OPCVM.

### **3.1.3 Un élargissement du champ d'application de l'engagement : la prise en compte des acquisitions et cessions temporaires de titres et des dérivés intégrés**

Conformément aux dispositions du décret n° 89-623, le projet de texte inclut désormais certaines opérations d'acquisition ou de cession temporaire de titres dans le champ d'application de l'engagement. Ces opérations peuvent en effet générer un effet de levier en cas de réutilisation des titres ou des liquidités reçues:

- dans le cadre d'une acquisition temporaire, revente des titres reçus et investissement du produit de la vente dans des titres risqués ; NB : c'est un cas différent de celui qui est dans le RG (pas mention de la revente), et dans l'instruction (qui mentionne la revente, y compris temporaire ; mais sans mentionner l'investissement du produit de la vente en titres risqués). Accorder les 3 textes sur le critère de la revente ferme, qui seule « fait tourner » le compteur de l'engagement.
- dans le cadre d'une cession temporaire, investissement du collatéral en titres risqués, ou rémunération structurée de l'opération de cession.

Lorsque la réutilisation se fait par acquisition de titres, l'OPCVM est en effet exposé non seulement aux variations de la valeur de marché des titres prêtés, mais aussi à celles de la valeur de marché des titres acquis.

Lorsque le montant reçu en rémunération de l'opération de cession est placé dans le but d'obtenir une rémunération au taux sans risque, il n'y a en revanche pas d'effet de levier associé, ce qui explique que ces opérations soient exclues du champ d'application de l'engagement.

L'engagement lié aux acquisitions et cessions temporaires de titres générant un effet de levier est estimé par la valeur du montant réutilisé.

Ainsi, un OPCVM réalisant l'opération suivante aura une capacité d'amplification de 80 liée aux opérations d'acquisitions et de cessions temporaires de titres :

- acquisition temporaire de titres S pour une valeur de marché de 50
- revente des titres S et achat avec les 50 reçus de titres T
- -> ces deux premières opérations génèrent une capacité d'amplification de 50
- réception de 30 dans le cadre de la cession temporaire de titres U
- acquisition avec les 30 de titres V
- -> ces deux opérations génèrent une capacité d'amplification de 30
- -> la somme des capacités d'amplification liées aux opérations d'acquisitions et de cessions temporaires de titres est égale à 80

Par ailleurs, conformément aux dispositions de l'article 4-7 du décret 89-623, les dérivés intégrés sont désormais isolés de l'instrument financier au comptant qui leur sert de support et considérés comme des instruments financiers à terme pour le calcul de l'engagement. Les règles de détermination du périmètre des dérivés intégrés font actuellement l'objet de discussion au niveau européen dans le cadre d'un mandat confié par le Commission Européenne au CESR sur la clarification des définitions de la directive 86/611/CE dite directive UCITS III<sup>3</sup>. Dans l'attente de cette clarification, les projets de textes n'apportent pas de précisions sur ce périmètre.

#### **3.1.4 Prise en compte des instruments financiers à terme complexes utilisés par les OPCVM de type 1**

Le projet de texte prévoit la possibilité pour les OPCVM de type 1, sous certaines conditions :

- d'utiliser des IFT complexes
- de ne pas prendre en compte la contribution à l'engagement de certains IFT

Un IFT complexe utilisé pour reconstituer une exposition synthétique majeure l'engagement du montant qu'il aurait été nécessaire d'investir dans des instruments financiers au comptant pour obtenir une exposition identique. Ce montant est généralement égal au notionnel du contrat.

<sup>3</sup>Le projet d'avis du CESR à la Commission Européenne est consultable sur [www.cesr-eu.org](http://www.cesr-eu.org)

*Exemple : un OPCVM utilise un CDS de notionnel 100. L'engagement de l'OPCVM est majoré de 100. Un OPCVM conclut un CFD par laquelle il échange la performance de l'action X contre la performance de l'action Y. L'engagement de l'OPCVM est majoré de la somme de la valeur de marché de l'action X et de la valeur de marché de l'action Y.*

**Commentaire :** Ceci n'entre t il pas en contradiction avec l'article 11 de l'instruction ? A la lecture de cet article nous comprenons qu'il conviendrait de compenser, voire de ne pas prendre le cfd en compte.

Un IFT simple ou complexe utilisé pour échanger la performance de tout ou partie de l'actif de l'OPCVM avec la performance d'un panier d'instruments financiers au comptant n'est pas pris en compte pour le calcul de l'engagement. Pour la réalisation des compensations entre d'autres IFT et les instruments financiers au comptant détenus par l'OPCVM, les actifs dont la performance est donnée sont remplacés par les actifs dont la performance est reçue.

*Exemple : un OPCVM est investi en actions françaises. Il conclut un contrat d'échange par lequel il échange la performance des titres détenus contre la performance d'un panier d'actions asiatiques. Il conclut par ailleurs deux contrats de vente à terme :*

- un contrat de vente à terme V1 sur des actions françaises détenues par l'OPCVM
- un contrat de vente à terme V2 sur des actions asiatiques détenues par l'OPCVM

*Le contrat d'échange ne contribue pas au calcul de l'engagement. Les deux contrats de vente à terme contribuent au calcul de l'engagement. L'exposition résultant de V1 peut être compensée avec l'action asiatique sous-jacente. L'exposition résultant de V2 ne peut pas être compensée avec l'action française sous-jacente.*

Enfin, les autres IFT complexes utilisés par l'OPCVM majorent l'engagement du montant de leur risque de perte maximale. Ce risque de perte maximale est plafonné à 10% de l'actif net de l'OPCVM pour les OPCVM de type 1. Ce risque de perte maximale est différent du risque de perte probable défini par ailleurs. Il s'agit du montant maximum que l'OPCVM est susceptible de perdre compte tenu de l'évolution de la valeur de marché de l'IFT et/ou des engagements associés à la détention de cet IFT.

*Exemple : un OPCVM dont l'actif net vaut 2.000 conclut une option digitale hors la monnaie par laquelle il s'engage à payer 100 si le CAC dépasse 5.000. L'engagement de l'OPCVM est majoré de 100.*

*Un OPCVM dont l'actif net vaut 2.000 conclut une option digitale hors la monnaie par laquelle il s'engage à payer 1.000 si le CAC dépasse 5.000. Le risque de perte maximale associé à l'option digitale est supérieur à 10% de l'actif de l'OPCVM. L'OPCVM ne peut être considéré comme étant un OPCVM de type 1 par la société de gestion. Son engagement doit être évalué en utilisant la méthode probabiliste.*

### 3.2 Présentation de la méthode probabiliste

Cette méthode constitue une innovation par rapport au titre 6 actuel de l'instruction du 15 décembre 1998 de l'AMF.

Elle est obligatoirement utilisée par tous les OPCVM dont le profil de risque ne peut être estimé de façon satisfaisante par la méthode linéaire. En outre, les OPCVM pouvant utiliser la méthode linéaire ont également la possibilité d'utiliser la méthode complexe pour l'estimation de leur engagement.

**Deux calculs sont nécessaires pour mesurer l'engagement selon cette méthode : mesure de la capacité d'amplification, et mesure du risque de défaut.** En effet, l'hypothèse posée dans le cadre de la méthode linéaire, selon laquelle le plafonnement de la capacité d'amplification, égale au produit de l'effet de levier par l'actif net, limite simultanément la perte potentielle de l'OPCVM, ne tient plus dans le cadre de la méthode complexe.

**En conséquence, le calcul de l'engagement s'effectue en deux temps:**

- o Mesure de l'effet de levier, égal au rapport de la Value at Risk de l'OPCVM avec la Value at Risk d'un portefeuille de référence moins 1. La capacité d'amplification de l'OPCVM est égale au produit de l'effet de levier ainsi obtenu par l'actif net, selon la formule suivante:

$$CA = \left[ \frac{VaR(\text{actif})}{VaR(\text{indicateur})} - 1 \right] \times \text{actifnet}$$

Le portefeuille de référence est défini comme le portefeuille ayant un profil de risque similaire à celui de l'OPCVM mais investi uniquement dans des instruments au comptant :

- pour les OPCVM dont le prospectus simplifié mentionne un indicateur de référence (un indice de marché, ou une combinaison linéaire d'indices de marchés), cet indicateur sert de portefeuille de référence.
- pour les autres OPCVM, le portefeuille de référence peut être reconstitué en décomposant le profil de risque/rendement de l'OPCVM sur différents indices d'instruments au comptant et/ou instruments au comptant.

- o Calcul du risque de défaut, égal à la VaR de l'OPCVM.

La détermination du portefeuille de référence peut se révéler impossible ou non pertinente. Ceci est par exemple le cas de certaines stratégies dites de gestion alternative dont le profil de risque ne peut être approché par des instruments au comptant ou de certaines stratégies dites discrétionnaires dont le profil de risque évoluerait rapidement et substantiellement. Dans de tels cas, la règle relative à l'effet de levier est remplacée par une règle plafonnant la VaR. L'OPCVM doit respecter la condition unique : VaR(7 jours, 95%) <= 5%(actif net) au lieu de la double condition : CA <= actif net et VaR <= actif net.

Les OPCVM concernés par cette dernière dispositions doivent apporter une attention particulière à la précision et la clarté de leur prospectus simplifié. Les risques spécifiques liés aux stratégies utilisées et à l'absence de plafonnement de l'effet de levier doivent être décrits et mis en avant dans la rubrique « profil de risque » du prospectus simplifié. Les conditions de commercialisation de ces OPCVM doivent faire l'objet d'une attention particulière, afin de veiller au respect de l'article 411-53 du règlement général de l'AMF<sup>4</sup>.

### 3.3 Cas particulier des OPCVM agréés à règles d'investissement allégées à effet de levier (ARIA à EL): modification des seuils

L'engagement maximum de ces OPCVM est porté à trois fois l'actif net.

Par ailleurs, lorsque la détermination du portefeuille de référence est impossible ou non pertinente, le seuil de VaR à respecter est porté à 10%.

### 3.4 Cas particulier des OPCVM classés « fonds à formule » et des FCPE

Conformément au 2° du II de l'article 15-1 du décret n° 89-623, lorsque l'OPCVM est un fonds à formule, la mesure de l'engagement s'appuie exclusivement sur l'évaluation du risque de perte maximale et est estimé uniquement lors de la constitution du fonds.

La limitation de l'effet de levier requise dans le cas général découle de l'impossibilité pour l'investisseur de connaître l'effet de levier à venir du fonds lorsqu'il prend la décision d'investir.

#### <sup>4</sup> Article 411-53

*La personne qui commercialise des parts de FCP ou des actions de SICAV ou des parts ou actions de compartiments est soumise aux obligations prévues aux articles 322-63 et 322-64 [...]*

#### Article 322-63

*La société de gestion de portefeuille s'enquiert des objectifs, de l'expérience en matière d'investissement et de la situation du mandant.*

*Les prestations proposées dans le cadre d'un mandat doivent être adaptées à la situation du mandant.*

*Les informations utiles lui sont communiquées afin de lui permettre de confier la gestion de ses actifs, ou de prendre une décision d'investissement ou de désinvestissement, en toute connaissance de cause.*

#### Article 322-64

*Le devoir d'information et de conseil comporte la mise en garde contre les risques encourus.*

**Supprimé :** identique

**Supprimé :** l'objectif de gestion est de battre un indice en ayant un profil de risque proche du profil de risque de l'indice, le portefeuille de référence sera généralement constitué par un OPCVM ayant la même valeur d'actif que l'OPCVM considéré, mais dont le portefeuille répliquerait la composition de l'indice

Dans le cas d'un fonds à formule au contraire, l'investisseur connaît dès l'origine la formule qui déterminera le rendement final du fonds, et donc la sensibilité de ce rendement aux différents paramètres de la formule. Il ne serait pas cohérent d'ajouter une contrainte supplémentaire à la société de gestion en termes d'effet de levier qui pourrait la contraindre à remettre en cause la formule promise.

Conformément au quatrième alinéa de l'article 8 du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989, l'engagement d'un OPCVM relevant de l'article L. 214-40 du code monétaire et financier est constitué par la perte potentielle de celui-ci évaluée à tout moment. Cette disposition concerne notamment les FCPE à effet de levier.

#### **4. Mise en oeuvre des dispositions proposées**

La mise en oeuvre des dispositions proposées est réalisée au niveau de chaque OPCVM. Ainsi, une société de gestion peut opter pour la méthode linéaire pour certains OPCVM et pour la méthode probabiliste pour d'autres OPCVM.

La méthode retenue est mentionnée dans le prospectus complet de l'OPCVM. Un changement de méthode (passage de la méthode linéaire à la méthode probabiliste par exemple) est une mutation soumise à l'agrément de l'AMF.

Pour les OPCVM utilisant la méthode probabiliste, la méthode de VaR utilisée doit être adaptée aux stratégies mises en oeuvre afin d'en capter correctement les risques. Un changement de portefeuille de référence n'est pas soumis à agrément ou à déclaration. Le choix de la méthode de VaR, la détermination du portefeuille de référence ainsi que le calcul de l'engagement doivent être formalisés, traçables et contrôlés.

#### **5. Impact du projet de refonte des règles relatives au calcul de l'engagement des OPCVM sur les marchés dérivés**

##### **5.1 Une plus grande responsabilité des sociétés de gestion**

La démarche élargit l'approche de régulation produits en y associant trois grands principes fondés sur une régulation des acteurs, améliorant ainsi la qualité du contrôle effectué par le régulateur :

- Exigence générale de suivi des risques, puisque la société de gestion doit être en mesure de déterminer si elle peut utiliser la méthode linéaire ou si elle est obligée d'utiliser la méthode probabiliste
- responsabilisation de la société de gestion, qui doit s'assurer qu'elle a les moyens adéquats pour la mise en oeuvre de ses stratégies, puisque cette dernière ne peut utiliser la méthode linéaire que si cette méthode permet une estimation correcte de son engagement. Dans le cas contraire, des moyens doivent être mis en oeuvre afin de pouvoir utiliser la méthode complexe. A défaut, ou la société de gestion doit mettre en oeuvre des stratégies plus simples, permettant l'utilisation de la méthode linéaire de calcul de l'engagement.
- Prise en compte du risque d'obsolescence et de contournement lié à l'évolution permanente des instruments financiers utilisés par les OPCVM, via une responsabilisation de la société de gestion par rapport aux produits qu'elle emploie.

##### **5.2 Un impact limité en termes de coût**

Les coûts d'implémentation de cette nouvelle approche des règles relatives au calcul de l'engagement des OPCVM sur les marchés dérivés sera limité. En effet:

- une grande majorité d'OPCVM serait autorisée à utiliser une méthode linéaire héritière de la méthode actuellement en vigueur ;
- une faible proportion d'OPCVM, plus complexes, devrait utiliser une méthode probabiliste adaptée à leur profil de risque. Dans la mesure où une telle méthode s'appuie sur les outils de contrôle des risques développés par les sociétés de gestion pour leurs propres besoins, le coût induit par un changement de méthode d'estimation de l'engagement pour ces OPCVM sera limité.



**Extraits du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989**

Article 4-4

[...]

*Au sens du présent décret, l'engagement d'un organisme de placement collectif en valeurs mobilières sur les instruments financiers à terme est constitué par le montant le plus élevé entre la perte potentielle de l'organisme évaluée à tout moment et le produit de l'effet de levier que ces instruments procurent à l'organisme par la valeur de l'actif de l'organisme.*

*L'effet de levier est défini comme le rapport entre les variations de la valeur de marché des instruments financiers à terme détenus et les variations de la valeur de marché de leurs sous-jacents, en tenant compte de la contribution de ces sous-jacents au profil de risque du portefeuille. Les sous-jacents peuvent être un ou plusieurs instruments financiers mentionnés au 2° de l'article 1er, à l'exception du e, et une ou plusieurs caractéristiques de l'un de ces instruments financiers.*

Article 4-5

I – Un organisme de placement collectif en valeurs mobilières peut conclure des contrats constituant des instruments financiers à terme en vue de protéger ses actifs ou de réaliser son objectif de gestion, aux conditions fixées à l'article 4-4 et à chacune des deux conditions suivantes :

1° L'engagement de l'organisme de placement collectif en valeurs mobilières sur les instruments financiers à terme ne doit pas être supérieur à la valeur de l'actif

[...]

Article 4-7

Lorsqu'un instrument financier mentionné au a,b ou d du 2° de l'article 1er comporte totalement ou partiellement un instrument financier à terme, ce dernier doit être pris en compte pour l'application des articles 4-4, 4-5 et 4-8

Article 4-8

[...]

II – Pour effectuer les opérations mentionnées au I [acquisitions et cessions temporaires d'instruments financiers], un organisme de placement collectif en valeurs mobilières doit respecter chacune des conditions suivantes :

[...]

3° Elles doivent être prises en compte pour l'application des règles générales de composition de l'actif, des ratios d'emprise, des règles d'exposition au risque de contrepartie et des règles d'engagement définis au présent chapitre

Article 14-4

[...]

II – Par dérogation aux articles 4-5 et 4-9, l'engagement d'un organisme de placement collectif en valeurs mobilières relevant de la présente section [OPCVM à règles d'investissement allégées à effet de levier] qui résulte de contrats constituant des instruments financiers à terme, des opérations de cession ou d'acquisition temporaire de titres, d'emprunts d'espèces peut atteindre trois fois son actif.