

GUIDE PRATIQUE
DE MISE EN CONFORMITÉ
DU DISPOSITIF
D'ENCADREMENT
DU RISQUE DE LIQUIDITÉ

Septembre 2020

Guide pratique de mise en conformité du dispositif d'encadrement du risque de liquidité

Sommaire

Introduction

Le contexte réglementaire

La politique de gestion du risque
de liquidité

La mesure de la liquidité à l'actif

La mesure de la liquidité au passif

Estimation du risque de liquidité
et l'adossement actif / passif

Zoom sur les fonds monétaires

INTRODUCTION

Le présent guide se veut une aide pratique à la mise en place ou la mise à jour d'un dispositif global de contrôle du risque de liquidité au sein d'une société de gestion. Ce guide n'a pas vocation à être exhaustif et la mise en œuvre des approches et concepts présentés ne suffit pas pour se conformer aux nouvelles orientations de l'ESMA publiées le 2 septembre 2019 concernant les *stress test* de liquidité applicables aux OPCVM et FIA et entrant en application¹ le 30 septembre 2020, qui elles seules font foi pour juger de la conformité du dispositif.

Il se veut avant tout pragmatique en donnant les bases pour mettre en place un dispositif conforme à la réglementation et le plus aisé à mettre en œuvre. Il se limite ainsi aux principes généraux et n'a pas vocation à détailler l'ensemble des approches possibles pour encadrer le risque de liquidité. Les sociétés de gestion souhaitant disposer d'une revue approfondie des mesures du risque de liquidité peuvent se référer par exemple au document publié par l'ESMA : *"Economic Report - Stress simulation for investment funds"* en septembre 2019.

Ce guide peut être vu comme un complément aux précédentes publications de l'AFG comme par exemple le *"Code AFG de bonnes pratiques concernant la gestion du risque de liquidité dans les organismes de placement collectif (OPC)"* publié en janvier 2016 ou la plaquette sur les *"Les outils de gestion du risque de liquidité dans les fonds ouverts"* mise à jour en mars 2020.

¹

LE CONTEXTE RÉGLEMENTAIRE

Nous citons ci-après quelques références réglementaires concernant les stress tests de liquidité (LST) dans les fonds :

- Directive AIFM (directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs)
Article 16(1) de la directive de niveau 1, Articles 47 et 48 de la directive de niveau 2
- Directive OPCVM (directive 2014/91/UE)
Article 51 de la directive de niveau 1, Article 40(3) de la directive de niveau 2
- Règlement (UE) 2017/1131 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 relatif aux fonds monétaires - dit "MMFR"
Article 28 du règlement. Guide AMF
- Le *Guide pédagogique de l'AMF pour les sociétés de gestion de portefeuille* publié en février 2017 sur l'Utilisation des stress tests dans la cadre de la gestion des risques
Section 2.2 Risque de liquidité
- Orientations de l'ESMA
Orientations de l'ESMA publiées le 2 septembre 2019 sur les Stress tests de liquidité pour les OPSCVM et les FIA (ESMA34-39-882)

LA POLITIQUE DE GESTION DU RISQUE DE LIQUIDITÉ

Le document de politique de gestion du risque de liquidité est un élément central du dispositif déployé par la société de gestion.

Il vise à présenter dans un document synthétique l'ensemble du dispositif mis en place pour prévenir ce risque. Il fait partie intégrante de la politique de gestion des risques de la société de gestion.

Les thématiques abordées par cette politique peuvent être diverses mais toutes en lien avec l'encadrement du risque de liquidité. Typiquement, si la société de gestion a mis en place des dispositifs tels que les mécanismes de *swing pricing* et/ou de *gates*, elle décrira la logique de déploiement et de fonctionnement dans cette procédure en faisant éventuellement référence à d'autres documents internes (tels que la politique de *swing pricing*).

De même, si la société de gestion dispose de contrôles *pré trade* spécifiques liés à la liquidité, elle le détaillera dans ce document.

À ce titre, le pilotage de la liquidité des portefeuilles s'effectue dans les différentes phases de la vie d'un produit avec :

- Lors de la création, la détermination de la périodicité de valorisation et l'intégration des outils de liquidité (*swing price*, ADL, Gates) ;
- Lors de la vie du produit,
 - l'intégration dans les process de gestion de critères de liquidité dans la sélection des valeurs tels que le ratio d'emprise sur l'émission, les volumes traités... Cela concerne en priorité les classes d'actifs High-Yield et Small Cap ;
 - l'analyse de l'impact sur la liquidité de tout nouveau type d'instrument.

Enfin, c'est dans ce document que seront détaillés tous les aspects opérationnels et méthodologiques de la mesure de ce risque, en apportant les précisions nécessaires sur notamment la gouvernance, la procédure d'escalade *ad-hoc*, les fonds, voire groupe de fonds concernés, la fréquence des contrôles (l'ESMA indique au point 25 de ses orientations² que la fréquence doit être a minima annuelle mais qu'il est recommandé de réaliser ces analyses sur base trimestrielle ou plus fréquente. La détermination d'une fréquence plus ou moins élevée doit être fonction des caractéristiques des fonds et être explicite dans la politique de gestion du risque de liquidité) avec les limites associées ainsi que la définition des scénarii retenus pour analyser le risque en condition normale et "stressée"³.

Ce document sera revu régulièrement et approuvé par les instances dirigeantes de la société de gestion.

2) ESMA34-39-882

3) Situation de marché dégradée

LA MESURE DE LA LIQUIDITÉ À L'ACTIF

La finalité de la mesure de la liquidité à l'actif est de disposer d'éléments permettant de juger la capacité d'un fonds à générer des liquidités par la vente d'actifs dans des délais contraints tout en préservant l'intérêt des porteurs.

L'intérêt des porteurs s'entend généralement comme la préservation de la valeur des actifs et du profil de risque du fonds. Il convient en effet d'éviter que la cession d'actifs ait un coût élevé pour le fonds et ne déforme sensiblement son positionnement initial. Dans la même logique, la cession des actifs ne doit pas, dans la mesure du possible, se faire à des décotes très marquées qui pénaliseraient les porteurs restants.

Il convient donc d'adopter une approche la plus équilibrée possible entre vitesse et type de cession des positions à l'actif et respect de l'intérêt des porteurs de long terme.

Les approches couramment retenues sont de deux types : l'une est basée sur l'estimation de volumes cessibles sous hypothèse d'absence d'impact significatif sur le prix, l'autre plus avancée vise à estimer des volumes cessibles sous contrainte de coût. Cette dernière approche permet d'avoir une idée plus fine des capacités de cessions du fonds en fonction du coût lié aux volumes des transactions. En revanche, elle nécessite une quantité importante de données pour produire des estimations de qualité et les modèles utilisés sont souvent complexes. Son implémentation nécessite généralement de recourir à des solutions externes.

Nous détaillerons dans la suite de ce document la méthode basée sur l'estimation des volumes cessibles sous hypothèses d'impact négligeable sur les prix.

L'idée est de calibrer, selon une granularité jugée pertinente (la granularité la plus fine étant une analyse position par position) des volumes cessibles en conditions normales de marché et en conditions "stressées". Pour le marché actions, il est généralement admis de réaliser les analyses par titre en calibrant les volumes sur une moyenne quotidienne observée sur les 3 derniers mois. Il est souvent retenu une participation à hauteur de 20 % de ce volume ; cette hypothèse reste néanmoins à l'appréciation de la société de gestion qui doit en motiver le choix et la pertinence. Pour le marché obligataire, l'accès aux volumes échangés n'est malheureusement pas aussi aisé. Il est ainsi généralement fait le choix d'avoir recours à un fournisseur de données externes ou de retenir

une approche "à dire d'expert" via l'utilisation d'une matrice de volumes fonction de la notation, du secteur, de la taille de la souche, de la devise, ...etc. Il convient de bien noter que cette estimation est propre à chaque société de gestion dans la mesure où l'accès au marché obligataire n'est pas le même entre les sociétés de gestion. Ces hypothèses doivent donc être argumentées et revues régulièrement.

Ces hypothèses arrêtées, il est alors possible d'estimer la liquidité au niveau d'un fonds sous contrainte de respect du profil de risque et de mise en œuvre opérationnelle jugée réaliste⁴. Une façon de prendre en compte ces contraintes est par exemple, de faire en sorte que la structure d'une partie significative du fonds reste identique. On peut par exemple envisager de définir un pourcentage maximal de non-proportionnalité dans le scénario de liquidation de façon à ne déformer que marginalement le profil de risque du fonds.

Cette approche déployée pour des horizons de temps différents et selon des hypothèses de marchés normales et "stressées" permettent d'obtenir des profils de liquidité qui seront mises en regard des analyses réalisées au passif du fonds afin de juger d'un éventuel risque (cf. section *Estimation du risque de liquidité*).

Il est ensuite possible de mettre en place des seuils d'alerte ou des limites sur l'écoulement minimal attendu d'un portefeuille sur un horizon de temps donnée (par exemple à 1 jour, 1 semaine ou 1 mois), en fonction de la classe d'actif et de la stratégie d'investissement. Tout dépassement de cette limite devra entraîner une analyse spécifique par le *risk manager* selon la gouvernance définie au sein de la politique de gestion du risque de liquidité.

Ces courbes de liquidité sont généralement complétées par d'autres contraintes ou indicateurs permettant également d'encadrer la liquidité à l'actif. Citons entre autres :

- des contraintes de dispersion des actifs
- des contraintes d'emprise sur les actifs (dette, fonds externes, etc.)
- le pourcentage des actifs non cessibles sous un horizon donné (par exemple 1 mois)
- le niveau de la fourchette "bid/ask" moyenne du portefeuille et son évolution dans le temps

Pour compléter l'analyse de la liquidité de l'actif, une attention particulière doit également

⁴ Une hypothèse de "perfect slicing" visant à réduire proportionnellement l'ensemble des lignes du fonds n'est pas toujours réaliste. Les hypothèses de liquidation retenues doivent pouvoir être mis en œuvre opérationnellement par la société de gestion.

être portée aux fonds pouvant faire un usage important d'instruments dérivés. En effet, en cas de forts mouvements de marché, les appels de marge peuvent impacter de manière plus importante la liquidité du portefeuille. Ce point doit donc être pris en compte à la fois dans la phase de construction du portefeuille (mise en place par exemple d'un "coussin" de liquidité) mais aussi durant la vie du fonds avec la mise en place de scénarios de stress spécifiques pour évaluer la capacité du fonds à honorer d'éventuels appels de marge futurs.

LA MESURE DE LA LIQUIDITÉ AU PASSIF

Les études menées au passif visent à estimer le risque de rachats que pourrait subir le fonds, dans la même logique que celle adoptée à l'actif, c'est-à-dire en condition normale de marché et en condition "stressée".

Les approches retenues sont généralement de deux types :

- Une approche qualitative visant à analyser la structure du passif au niveau du fonds ou par type de parts (par exemple retail / institutionnel) : quels sont les plus gros porteurs, quelle est la ventilation par catégorie de clients ...etc. En catégorisant les clients selon le risque de rachat il est alors possible de disposer d'un indicateur du risque porté par la structure du passif, de définir des scénarios hypothétiques de sortie des principaux porteurs, voire même éventuellement de construire des courbes de rachats si la connaissance de la structure du passif est assez fine. Cette approche nécessite une bonne qualité des données de passif.
- Une approche quantitative visant à modéliser la dynamique des souscriptions/rachats afin d'en calculer des *Value at Risk*⁵ et/ou *Expected Shortfall*⁶ sur des horizons donnés (ex : à 7 jours, il y a 99 % de chance que les rachats nets représentent moins de x % de l'AUM du fonds). Cette approche, avec toutes les limites inhérentes à la modélisation, permet néanmoins de construire une "courbe de liquidité" au passif

Notons enfin qu'il peut être pertinent d'étendre l'étude de la liquidité à l'actif à un ensemble de fonds partageant une stratégie et/ou des sous-jacents identiques comme le précise l'ESMA aux points 72 et 73 de ses orientations (ESMA34-39-882). En effet, la survenance d'une crise spécifique peut être particulièrement préjudiciable pour une stratégie et/ou une classe d'actif donnée ; il convient alors d'en juger les impacts sur la liquidité à un niveau consolidé. Le niveau de consolidation éventuellement retenu reste une décision de la société de gestion en fonction de sa pertinence.

qui pourra être directement comparée au profil de liquidité de l'actif.

Notons que la connaissance actuelle du passif par les sociétés de gestion est perfectible et peut engendrer des difficultés lorsque l'on souhaite réaliser des analyses à un niveau assez granulaire. Les sociétés de gestion font au mieux pour améliorer la connaissance du passif de leur fonds néanmoins elles sont généralement dépendantes d'autres entités pouvant rendre ainsi difficile l'atteinte de l'objectif d'une connaissance fine et exhaustive des passifs des fonds⁷. Dans ce contexte il semble rationnel de concentrer les efforts d'analyse de la structure du passif sur les parts de fonds pouvant engendrer une certaine concentration du passif comme cela peut notamment être le cas sur des parts institutionnelles avec des montant minimums de versement élevés. Et cela plutôt que sur des parts de fonds avec une clientèle de détail (et donc avec une forte dispersion) dont la connaissance de la granularité du passif porteur par porteur présente un intérêt moindre.

Enfin, de façon identique aux analyses réalisées en agrégé à l'actif (par exemple sur un ensemble de fonds investissant sur les mêmes sous-jacents), il peut être pertinent d'avoir la même approche sur le passif afin de juger des conséquences de mouvements importants liés à des catégories d'investisseurs (ex : sortie d'un type d'investisseur sur une classe d'actifs en conséquence de l'entrée en vigueur d'une nouvelle réglementation).

5) La Value at Risk est une mesure du risque pour la perte maximale sur un actif ou un portefeuille étant donné un degré de confiance et un horizon temporel. On estime avec un niveau de probabilité donné que l'exposition au risque puisse coûter plus que le niveau de VaR sur l'horizon considéré.

6) L'Expected Shortfall est une mesure du risque de queue de distribution qui peut utilement compléter une mesure de VaR en tant qu'espérance conditionnelle des pertes considérant un niveau donné de VaR. Il s'agit de la perte probable quand on se trouve dans les x % scénario de la queue de la distribution des pertes sur un horizon temporel donné. C'est la moyenne des pertes subies lors d'un choc qui n'apparaît que dans les x % pires cas de la distribution. L'Expected Shortfall est toujours supérieure à la VaR.

7) Toutefois, il ne faut pas se tromper sur l'efficacité marginale dans ce domaine. Même si l'amélioration progressive de la connaissance fine du passif est un objectif très utile et un vrai enjeu dans les prochaines années, une identification exhaustive à tout moment porteur par porteur, difficile à obtenir et coûteuse, ne serait pas de nature à apporter, en face des coûts, un surplus d'information à valeur ajoutée inestimable pour la gestion du risque de liquidité au niveau du fonds.

ESTIMATION DU RISQUE DE LIQUIDITÉ ET L'ADOSSEMENT ACTIF / PASSIF

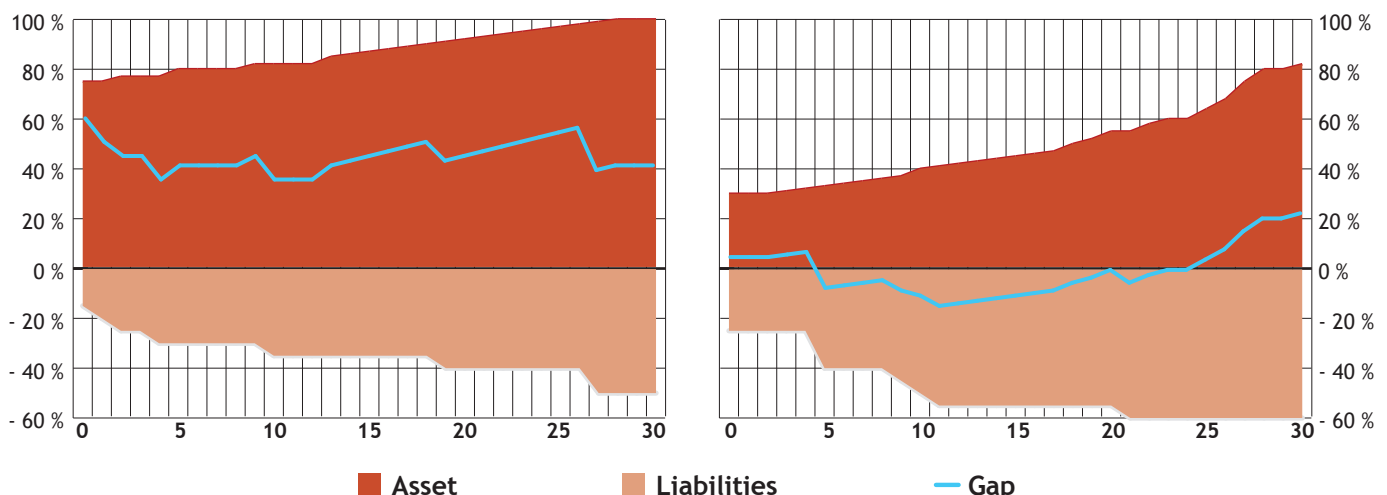
L'estimation, à proprement parler, du risque de liquidité est effectuée par confrontation des analyses menées à l'actif ainsi qu'au passif.

Généralement, trois éléments sont pris en compte pour déterminer le risque. D'une part, les résultats de **l'analyse de la liquidité de l'actif du fonds** (typiquement, son profil de liquidité en régime normal et en régime "stressé") et d'autre part **une analyse quantitative** (par *scoring*⁸, ou à l'aide de scénarios historiques ou hypothétiques) **du passif** généralement complétée par des **éléments qualitatifs décrivant la structure du passif** (ex : sa concentration).

Dans le cas où les approches adoptées visent à estimer des courbes de liquidité à l'actif et au

passif, il est possible de calculer un adossement actif / passif en veillant à ce que la capacité de liquidation du fonds soit supérieure à la proportion estimée de rachats pour un horizon de temps donné. Si tel n'est pas le cas, sera émise une alerte qui pourra éventuellement aboutir à des mesures correctrices. Ces mesures peuvent tout aussi bien concerner l'actif du fonds (par exemple augmentation des liquidités) qu'au passif avec la mise en place de dispositifs spécifiques tels que les préavis, le mécanisme de *swing pricing* ou encore les *gates* (cf. guide AFG sur les outils de gestion du risque de liquidité). Un adossement négatif signifie que le fonds n'est pas suffisamment liquide pour faire face au scénario de rachat utilisé.

Exemples d'indicateurs d'adossement actif passif



Pour aller plus loin dans l'analyse du risque de liquidité, il est possible de mettre en place des reverse stress test, c'est-à-dire d'essayer d'estimer les scénarios

et les circonstances (mouvements de rachats, hypothèses de marché, etc.) qui rendraient le fonds vulnérable et incapable d'honorer des rachats.

ZOOM SUR LES FONDS MONÉTAIRES

En ce qui concerne l'encadrement du risque de liquidité, les fonds monétaires présentent une particularité dans le sens où ils sont théoriquement soumis aux exigences de deux réglementations : celle dont il est question en premier lieu dans ce guide (les orientations de l'ESMA sur les

Liquidity Stress Tests pour les OPCVM et les FIA – ESMA34-39-882) et la réglementation spécifique aux fonds monétaires (le règlement (UE) 2017/1131 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 relatif aux fonds monétaires – dit "MMFR").

8) Scoring : modélisation des niveaux de stabilité au passif basée sur une échelle de notes attribuées selon des critères prédéfinis.

Pour rappel, cette dernière impose un encadrement strict de la liquidité à l'actif en introduisant des contraintes spécifiques :

- pour les fonds à VL constante ou à faible volatilité, au moins 10 % des actifs doivent être à échéance journalière, ou remboursés sous un préavis d'une journée et au moins 30 % des actifs doivent être à échéance hebdomadaire, ou remboursés sous un préavis de 5 jours ouvrés ;
- pour les fonds à VL variable, au moins 7,5 % des actifs doivent être à échéance journalière, ou remboursés sous un préavis d'une journée et au moins 15 % des actifs doivent être à échéance hebdomadaire, ou remboursés sous un préavis de 5 jours ouvrés.

La réglementation MMFR impose également un dispositif permettant la détection de vulnérabilités lors de la survenance d'éventuels événements ou futurs changements de conditions économiques. Cette recherche de configurations défavorables passe notamment par l'application de *stress tests* prédéfinis par le régulateur et d'autres à la main de la société de gestion, car les scénarios effectués sur la base de paramètres de référence publiés par l'ESMA étant communs à l'ensemble des fonds, ne sont pas nécessairement adaptés au portefeuille de chaque fonds monétaire (cf. question 28 du guide pédagogique pour les sociétés de gestion de portefeuille "*Questions-Réponses sur les fonds monétaires*" publié en novembre 2018 par l'AMF).

Le résultat de ces scénarios peut amener la société de gestion à prendre des mesures correctrices pour diminuer le risque de liquidité.

Afin d'éviter tout conflit avec les orientations générales de l'ESMA relatives aux LST, il a été précisé dans ce document⁹ que l'encadrement de la liquidité imposé par "MMFR" prévalait sur les orientations plus générales de l'ESMA.

Pour rappel, les principaux éléments relatifs à la liquidité demandés dans le cadre des *reportings* "MMFR", sont les suivants (la nomenclature des stress test dans la réglementation "MMFR" est rappelée entre parenthèses) :

- **Impact sur la VL d'un stress de liquidité à l'actif du fonds (LST-01)**
Il s'agit de mesurer l'impact d'un stress de liquidité à l'actif simulant un changement du niveau de liquidité des actifs dont les caractéristiques sont données explicitement par l'ESMA.

- **Pourcentage maximum cessible sur une semaine tout en s'assurant du respect des contraintes du fonds (RST-01)**

L'objectif est ici d'estimer les liquidités pouvant être générées sur une semaine par le fonds tout en respectant ses contraintes réglementaires. Mathématiquement parlant, cela revient à un problème d'optimisation (on cherche à maximiser la liquidité hebdomadaire) sous contrainte du respect d'un nombre important de limites réglementaires. Cette approche est particulièrement complexe à mettre en œuvre. Une approche plus simple vise à adopter une méthodologie basée sur la liquidation proportionnelle telle que présentée au chapitre "*La mesure de la liquidité à l'actif*". Cette approche aboutira à un résultat certes inférieur à celui théoriquement obtenu par une méthode d'optimisation, mais elle garantit le respect de l'ensemble des contraintes applicables au fonds. À noter toutefois qu'un tel scénario peut être difficilement mis en œuvre ; l'approche retenue doit être opérationnellement réaliste.

- **Rapport des actifs cessibles sur une semaine et d'un montant de rachats stressé (RST-02)**

Plus précisément, ce sont deux rapports qui sont à calculer.

L'un prenant en compte au numérateur que les actifs catégorisés CQS 1 (la réglementation détaille comment catégoriser les actifs en fonction de leur liquidité supposée (critère CQS *Credit Quality Step*), le deuxième faisant la somme des actifs CQS 1 et 2.

Le montant de rachats au dénominateur correspond à un scénario de rachat hebdomadaire de 25 % des investisseurs professionnels et de 15 % des investisseurs de détail.

- **Rapport des actifs cessibles sur une semaine et du montant investi par les deux principaux porteurs (RST-03)**

Le principe est identique au RST-02, mais avec au dénominateur les rachats nets de la totalité des parts des deux principaux investisseurs.

- **Calcul identique au RST-02 après application d'un choc de marché (MST-02)**

Le calcul consiste dans un premier temps à appliquer un choc de marché au fonds auquel est combiné une crise de la liquidité modélisée de façon équivalente au scénario LST-01. Une fois ces chocs appliqués au fonds, il convient alors de procéder aux mêmes calculs que ceux correspondants au scénario RST-02, avec les nouveaux poids des actifs CQS1 et 2 après estimation par les chocs de marché.

⁹⁾ Paragraphe 6 dans la section "périmètre" des Orientations.

L'Association Française de la Gestion financière (AFG) représente et promeut les intérêts des professionnels de la gestion pour compte de tiers. Elle réunit tous les acteurs du métier de la gestion d'actifs, qu'elle soit individualisée (mandats) ou collective. Ces derniers gèrent plus de 4 000 milliards d'euros d'actifs, soit un quart du marché de la gestion d'Europe continentale.

L'AFG remercie Pascal MARNAY, Groupama AM qui préside le Comité Gestion du risque de liquidité, ainsi que les membres du Comité pour l'élaboration de ce Guide. Ce Comité est rattaché à la Commission Gestion financière et management du risque de l'AFG, présidé par Arnaud FALLER, CPR Asset Management et vice-présidé par Olivier CORBY, Candriam. Adina GURAU AUDIBERT, Directrice des gestions d'actifs (AFG) a coordonné ces travaux.

Publication réalisée par le pôle Gestion d'Actifs de l'AFG
Adina Gurau Audibert, Directrice du pôle Gestion d'actifs | T : +33 (0) 44 94 94 31 | a.gurau.audibert@afg.asso.fr