

Position AMF n° 2007-20

La responsabilité des sociétés de gestion dans la détermination de l'éligibilité de certains actifs pour l'investissement par des OPCVM

Textes de référence : articles 311-1 et 313-54 du règlement général de l'AMF

1. Les OPCVM investissant dans des cat bonds	2
2. Les OPCVM investissant dans des titres négociés sur le marché Alternext.....	3
3. Les OPCVM investissant dans des véhicules de titrisation de niveaux de sophistication croissants.....	4

L'élargissement des classes d'actifs dans lesquelles peut investir un OPCVM à des actifs aux caractéristiques à la fois plus complexes et moins homogènes doit être mis en perspective avec l'obligation de la société de gestion de disposer d'une organisation, de moyens et de procédures adaptés à ses activités¹.

Cette responsabilité trouve notamment sa traduction dans le programme d'activité de la société de gestion, lequel "précise les conditions dans lesquelles elle envisage de fournir les services concernés et indique le type d'opérations envisagées et la structure de son organisation²."

La déclinaison opérationnelle de ce programme d'activité implique que, pour toute décision d'investissement, la société de gestion aille au-delà de la vérification de l'appartenance de l'instrument financier considéré à une classe d'actifs éligibles pour apprécier l'investissement potentiel sous toutes ses composantes : cohérence avec l'objectif de gestion du fonds, mais également impact sur la liquidité du portefeuille, appréciation des risques propres à l'instrument financier, de leur impact sur le profil de risque du portefeuille, des caractéristiques juridiques de l'instrument financier, des conditions de valorisation...

Elle suppose que la société de gestion dispose des moyens humains et techniques nécessaires à la mise en œuvre de ces diligences et selon des procédures traçables permettant d'en justifier la mise en œuvre et faisant l'objet d'un contrôle au titre du dispositif de contrôle interne et de contrôle de conformité.

Elle suppose également que la cible de clientèle de l'OPCVM ait été définie, l'appréciation de certains éléments étant fonction de cette cible.

En pratique, les diligences de la société de gestion seront modulées en fonction de la nature et de la complexité de l'instrument financier étudié. Il est évident que, s'agissant des actions émises par une grande entreprise européenne et admises aux négociations sur un marché réglementé dans des conditions induisant une bonne liquidité des titres, la société de gestion pourra s'appuyer sur les caractéristiques intrinsèques de ces titres pour apprécier les différentes composantes de l'investissement et se concentrera, en pratique, sur la cohérence de cet investissement avec l'objectif de gestion et la stratégie d'investissement de l'OPCVM. A l'inverse, l'investissement dans des instruments à la liquidité incertaine - même s'ils sont cotés sur un marché réglementé - ou structurés selon des montages juridiques complexes nécessitera des diligences complémentaires.

¹ Articles 313-54 et suivants du règlement général de l'AMF

² Article 311-1 du règlement général de l'AMF

On peut citer, de façon non exhaustive, les diligences que la société de gestion doit classiquement être en mesure de mettre en œuvre :

- tout d'abord, l'analyse de l'appartenance à une classe d'actifs éligibles puis, au sein de cette classe d'actifs, la vérification des critères additionnels prévus par la réglementation ;
- puis, la cohérence de l'instrument financier avec l'objectif de gestion, la stratégie d'investissement et le profil de risque de l'OPCVM, en tenant compte de la cible de clientèle de l'OPCVM ;
- enfin, l'analyse de la capacité de celui-ci à s'intégrer dans de bonnes conditions au portefeuille global d'un fonds, à ses règles d'investissement et de fonctionnement (contraintes de liquidité), et de la capacité de la société de gestion à valoriser l'instrument et à appréhender de façon adéquate sa contribution au profil de risque global de l'OPCVM.

Ces principes trouvent leur illustration dans des cas d'acquisition par des OPCVM de titres dont l'éligibilité était auparavant restreinte ou incertaine. On notera que l'acquisition indirecte de ces mêmes titres - cas d'OPCVM ou de mandats investissant dans des OPCVM eux-mêmes investis dans ces titres – ne relève pas des développements ci-dessous.

1. Les OPCVM investissant dans des cat bonds

Généralement assimilables à des obligations, les *cat bonds* offrent des perspectives de rendement supérieures aux titres obligataires classiques en contrepartie d'une prise de risque en capital en cas d'occurrence d'évènements catastrophiques.

L'acquisition de tels titres pour le compte d'un OPCVM suppose, à l'évidence, la réalisation de diligences adaptées par la société de gestion. Sans que cette liste soit exhaustive, les points suivants semblent notamment devoir faire l'objet d'une attention particulière :

- appartenance à la classe d'actifs des titres de créance : les *cat bonds* sont fréquemment émis par des entités dédiées situées dans des juridictions off-shore ; il appartient à la société de gestion de vérifier qu'ils présentent les caractéristiques de titres de créance ;
- cohérence avec l'objectif de gestion et le profil rendement/risque du fonds : si l'acquisition de *cat bonds* peut être réalisée dans un but de diversification du portefeuille et de réduction de l'exposition du fonds aux risques de marché classiques, elle doit, avant tout, être cohérente avec les caractéristiques du fonds telles que décrites dans le prospectus. Ainsi, l'acquisition de *cat bonds* – y compris à titre accessoire -au sein d'un OPCVM dont le profil rendement / risque se référerait exclusivement aux risques de taux et de crédit ne pourrait être considérée comme cohérente avec les caractéristiques du fonds. A contrario, une telle acquisition pourrait être réalisée par un OPCVM tirant l'essentiel de son rendement des risques de taux et de crédit mais dont le prospectus mentionnerait la possibilité de s'exposer à titre accessoire à de tels titres et afficherait un objectif de gestion et un profil rendement / risque adaptés en conséquence. Dans une telle situation, une attention particulière devrait être portée à la cible de clientèle et aux conditions de commercialisation du fonds afin de limiter tout risque de mauvaise compréhension du profil rendement / risque du fonds par les investisseurs, notamment particuliers.
- impact sur la capacité de l'OPCVM à honorer les demandes de rachat : le marché secondaire des *cat bonds* est très peu développé et il est probable que la survenue d'une catastrophe naturelle pourrait diminuer encore un peu plus la liquidité de ces titres. Cet élément doit être pris en compte par la société de gestion pour évaluer la capacité de l'OPCVM à faire face à tout moment aux demandes de rachat formulées par ses porteurs. Il doit être mis en perspective avec la nature et la structure des souscripteurs : un fonds commercialisé à des institutionnels, ayant une stratégie d'investissement de long terme, présentera généralement un actionnariat plus stable qu'un fonds destiné à des investisseurs particuliers. Ces derniers sont en effet plus sensibles aux variations à court terme de la valeur liquidative et peuvent avoir une attitude procyclique qui se traduira par des demandes de

rachats de parts en cas de baisse de cette valeur liquidative. La part de l'actif de l'OPCVM investi dans des *cat bonds* sera en conséquence généralement plus faible dans un fonds commercialisé à des investisseurs particuliers que dans un fonds destiné à des investisseurs institutionnels ;

- capacité de la société de gestion à valoriser le *cat bond* : la valorisation d'un *cat bond* repose à la fois sur les conditions offertes par les intervenants sur le marché secondaire du titre et sur une appréciation du risque d'occurrence des catastrophes - et pour certains titres du montant du préjudice subi par les assurés du fait de ces événements - auxquels le titre est lié ; Compte-tenu de la liquidité incertaine de ce marché secondaire et du risque d'une crise de liquidité affectant l'ensemble de la classe d'actifs en cas de catastrophe même isolée, la valorisation ne peut reposer exclusivement sur les conditions offertes sur le marché secondaire. Elle ne peut pas, non plus, s'appuyer uniquement sur une valorisation théorique à partir du risque d'occurrence des événements compte-tenu de l'incertitude liée à cette évaluation - celle-ci reposant sur des modèles mathématiques complexes et des bases de données n'ayant pas nécessairement une profondeur de données suffisante et nécessitant une expertise dont ne disposera généralement pas la société de gestion - et du fait que la valeur de marché d'un *cat bond* peut différer de façon très substantielle de sa valeur théorique. La difficulté à modéliser le montant du préjudice subi par les assurés peut amener la société de gestion à exclure de son périmètre d'investissement les *cat bonds* dit indemnitaires - dans lesquels la perte en cas de catastrophe est fonction du préjudice subi - au profit des *cat bonds* dit paramétriques - dans lesquels la perte dépend de paramètres aisément observables : vitesse du vent, intensité du séisme ; L'acquisition de *cat bonds* suppose donc que la société de gestion apprécie la précision de la valorisation qu'elle sera en mesure de réaliser au regard tant de la part de l'actif du fonds investi dans ce titre que du profil de souscriptions/rachats anticipé : l'acquisition de *cat bonds* dans un fonds contractuel, commercialisé exclusivement auprès d'investisseurs institutionnels investis dans une logique de *buy and hold* soulèvera moins d'interrogations que dans un fonds enregistrant quotidiennement des souscriptions/rachats. Elle ne pourra cependant pas amener la société de gestion à tirer argument de la stabilité des porteurs du fonds pour justifier une valorisation imprécise de l'actif de l'OPCVM ;
- capacité de la société de gestion à apprécier le profil rendement / risque du *cat bond* et sa contribution au profil de risque du portefeuille : aux risques habituellement liés à l'acquisition d'un titre de créance classique s'ajoutent non seulement les risques liés à l'exposition recherchée à des événements catastrophes mais également les risques éventuels liés à la structure juridique sous-jacente. Leur analyse est une étape indispensable dans le processus d'investissement de la société de gestion

2. Les OPCVM investissant dans des titres négociés sur le marché Alternext

Il revient de façon claire à la société de gestion de s'organiser de façon à apprécier de manière adaptée au contexte d'un fonds ou d'une stratégie particulière la pertinence de l'investissement dans un titre donné. Ainsi, on peut, à nouveau, citer quelques éléments de contexte pertinents à apprécier avant un investissement dans ce type d'instrument financier :

- cohérence avec l'objectif de gestion et le profil rendement / risque du fonds ;
- impact sur la capacité de l'OPCVM à honorer les demandes de rachat : les volumes échangés sur Alternext, marché organisé, ne sont pas comparables aux volumes échangés sur les grandes capitalisations d'Euronext. Dans ce cadre, la liquidité doit être appréciée en prenant en compte le volume des titres échangés, celui de la capitalisation flottante, celui des titres possédés par l'OPCVM, la capacité de l'OPCVM à vendre ses titres sans influencer de façon indue le cours du titre. La structure du passif du fonds (nature et concentration des souscripteurs) doit, là encore, être prise en considération. La part de titres présentant une liquidité réduite ou pouvant se réduire significativement et rapidement doit être déterminée en tenant compte de la nécessité de pouvoir réaliser rapidement une part plus ou moins importante de l'actif du fonds pour honorer des demandes de rachat ;

- capacité de la société à valoriser les titres échangés sur Alternext : le recours à la valeur d'échange des titres sur Alternext suppose que leur liquidité soit suffisante pour que cette valeur soit représentative de la valeur probable de négociation des titres dans l'hypothèse où ils seraient cédés par l'OPCVM, et que soit pris en compte le montant des titres détenus par l'OPCVM au regard des volumes échangés habituellement pour apprécier cette représentativité. Cette analyse peut amener la société de gestion à renoncer à acquérir certains titres compte-tenu de l'impossibilité de les valoriser de manière précise et indépendante ;
- disponibilité de l'information relative aux titres : la possibilité de coter des actions sur Alternext sans faire offre au public inclut dans le périmètre des actions potentiellement éligibles à l'actif des OPCVM des actions émises par des entités pour lesquelles l'information disponible peut ne pas être aussi large que pour les titres faisant offre au public. L'acquisition de tels titres par un OPCVM suppose que la société de gestion adapte son processus de sélection et de suivi des titres en conséquence.

3. Les OPCVM investissant dans des véhicules de titrisation de niveaux de sophistication croissants

Enfin, on citera comme dernier exemple l'émergence de véhicules de titrisation particulièrement sophistiqués. Face à l'essor croissant des véhicules de titrisation de type CDO (*Collateralized Debt Obligation*), de plus en plus de sociétés de gestion s'interrogent sur les conditions dans lesquelles les OPCVM qu'elles gèrent peuvent investir dans ce type d'instruments financiers. Outre une mise à jour éventuelle du programme d'activité de la société de gestion en cas d'évolution des moyens et procédures, pour tenir compte des caractéristiques de ces titres, on peut à nouveau illustrer dans ce cas particulier les principes posés plus haut :

- appartenance à la classe d'actifs des titres de créance : le raisonnement est ici similaire au raisonnement développé pour les *cat bonds* ;
- cohérence avec l'objectif de gestion et le profil rendement / risque de l'OPCVM : si les titres émis par des véhicules de titrisation - et notamment les tranches les plus seniors - sont souvent utilisés en substitution de titres de créance émis par des entreprises et des institutions financières dans des fonds monétaires ou obligataires, ils présentent un profil rendement / risque différent : au risque de taux éventuel s'ajoute un risque de crédit dont les caractéristiques diffèrent du risque de crédit des entreprises et institutions financières. Atténué par la diversification du portefeuille sous-jacent, il peut être amplifié par la structuration du véhicule de titrisation et suppose d'apprécier les corrélations du risque de crédit des entités sous-jacentes. Comme pour les *cat bonds*, la complexité des montages juridiques sous-jacents peut également être source de risque. La notation éventuelle du titre doit donc être mise en perspective avec ces différents éléments. L'acquisition de tels titres dans un portefeuille obligataire suppose donc une mention explicite de cette possibilité et surtout un aménagement en conséquence de l'objectif de gestion et du profil de risque de l'OPCVM ;
- conditions de valorisation, impact sur le profil rendement / risque de l'OPCVM et liquidité : le raisonnement est ici similaire au raisonnement développé pour les *cat bonds*. La faible liquidité du marché secondaire, la transparence inégale sur les actifs sous-jacents, l'existence de risques amplifiés ou autres que les risques de marché classique sont autant d'éléments qui justifient des diligences additionnelles des sociétés de gestion et peuvent l'amener à prendre la décision de céder le titre en cas d'évolution de ces différentes composantes.