



Politique de Tests de résistance de liquidité

Préambule

Cette politique de tests de résistance de liquidité est applicable à tous les OPCVM et FIA gérés par Covéa Finance et vise à :

- Définir les différents risques de liquidité
- Définir les méthodologies (scénarios et hypothèses) utilisées pour réaliser les tests de résistance de liquidité
- Préciser la fonction du contrôle des risques, décrire sa gouvernance et le cadre de ces tests de résistance dans le contexte du dispositif d'alertes

Cette politique fera l'objet d'une revue annuelle par le Contrôle des Risques. Néanmoins, des mises à jour en cours d'année sont possibles, en fonction des évolutions réglementaires, organisationnelles ou opérationnelles (investissement dans une nouvelle classe d'actifs, ...). Les tests de résistance de liquidité font l'objet d'une procédure qui est formalisée sous l'outil de procédure interne MEGA.

Le risque de liquidité est suivi à un premier niveau par les équipes de gestion dans la phase de préinvestissement (diligences, analyses des investissements et impacts potentiels sur la liquidité globale) mais également au cours de la vie d'un fonds :

- Lors de la création d'un fonds avec la détermination de fréquence de VL et l'intégration des outils de gestion de la liquidité (gates, ...)
- Au cours de la vie d'un fonds (fusion, liquidation, changement de stratégie, ...)

A noter que le type de fonds suivant est exclu de cette politique de tests de résistance de liquidité :

- **Fonds de capital investissement (FPCI)** : l'Article 16 de la directive AIFM dispose que les FIA de type fermé et ne recourant pas à l'effet de levier sont exemptés de la conduite de stress tests.

Le risque de liquidité est défini comme « le risque qu'une position dans le portefeuille ne puisse être cédée, liquidée ou clôturée pour un coût limité et dans un délai suffisamment court ».

Le risque de liquidité d'un fonds peut provenir du manque de liquidité des actifs, de rachats importants au passif ou d'une combinaison des deux.

Les tests de résistance de liquidité visent à simuler l'impact sur un portefeuille relativement à une baisse de la liquidité des actifs en période stressée ainsi que des rachats importants et ainsi identifier des vulnérabilités potentielles.

1. Tests de résistance de liquidité

1.1. Prérequis

Les tests de résistance de liquidité doivent :

- prendre en compte les intérêts des investisseurs (les porteurs restants et sortants)
- prendre en compte la déformation du portefeuille suite à un rachat
- prendre en compte le délai de règlement dans la gestion de la liquidité

1.2. Risque de liquidité à l'actif

L'objectif de la mesure de la liquidité à l'actif est de disposer d'éléments permettant de déterminer 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.

Pour déterminer la liquidité des actifs d'un fonds, l'indicateur retenu correspond au pourcentage de la position pouvant être liquidable en 1 jour, 7 jours et 30 jours sous l'hypothèse d'absence d'impact significatif sur le prix de la position.

Les méthodologies et hypothèses utilisées pour calculer cet indicateur varient selon le type d'actifs.

1.2.1. Actions

On estime le nombre de jours nécessaires pour liquider la position d'un titre en supposant que l'on puisse traiter :

- un pourcentage par jour du volume moyen échangé sur les trois derniers mois qui dépend de la capitalisation boursière du titre dans des conditions normales
- la moitié du volume calculé dans des conditions normales par jour dans des conditions stressées

1.2.2. Taux

On estime le nombre de jours pour liquider la position d'un titre en attribuant un score de liquidité pour chaque position.

Ce score de liquidité est défini en fonction des caractéristiques du titre (zone géographique, type de dette, notation, maturité,...).

On associe à chaque score de liquidité un montant liquidable quotidiennement dans des conditions normales et conditions stressées

1.2.3. Cas des autres actifs

- **OPC** : on estime le nombre de jours nécessaires pour liquider la position en supposant que l'on puisse traiter
 - o 5% par jour de l'actif net du fonds dans des conditions normales
 - o 2,5% par jour de l'actif net du fonds dans des conditions stressées
- **ETF** : on estime le nombre de jours nécessaires pour liquider la position en supposant que l'on puisse traiter
 - o 2,5% par jour de l'actif net de l'ETF dans des conditions normales
 - o 1,25% par jour de l'actif net de l'ETF dans des conditions stressées
- **Futures** : on estime que ces produits sont liquidables en 1 jour dans des conditions normales. Dans des conditions stressées, on simule un montant accru de liquidités lié à des mouvements importants du sous-jacent (appel de marge de 500 000€).
- **Dérivés OTC** : on estime que ces produits sont liquidables en 1 jour dans des conditions normales. Dans des conditions stressées, on simule un montant accru de liquidités lié à des mouvements importants du sous-jacent (appel de marge de 500 000€).
- **Instruments non cotés de structures solidaires** : ces titres peuvent être cédés sous 30 jours avec un préavis.

1.2.4. Liquidité globale d'un fonds

L'estimation de la liquidité des titres en position permet d'obtenir des profils de liquidité de chaque fonds sur chaque horizon de temps.

L'analyse des résultats obtenus se base sur :

- Le pourcentage de liquidité d'un fonds en x jours et sa variation dans le temps
- L'identification des positions les moins liquides
- La comparaison des fonds ayant les mêmes stratégies d'investissement

On peut également estimer la liquidité à l'actif d'un ensemble de fonds ayant les mêmes stratégies et/ou mêmes types d'actifs. Le calcul du risque de liquidité à un niveau consolidé permet de déterminer l'impact d'une crise sur une classe d'actifs et/ou zone géographique donnée sur l'ensemble des fonds.

1.3. Risque de liquidité au passif

1.3.1. Scénarios

L'objectif de la mesure de la liquidité au passif est de disposer d'éléments permettant d'estimer le risque de rachats que pourrait subir le fonds.

Cette simulation est calibrée sur la base d'une analyse de la structure du passif (type d'investisseur et concentration des investisseurs) ainsi que l'analyse de l'historique des souscriptions/rachats du fonds.

Différents scénarios ont été définis afin de simuler la liquidité au passif basés sur des approches qualitative et quantitative :

- **Hypothétique : rachat des parts du plus important ou des plus importants investisseurs**

Ce scénario consiste à définir un seuil de rachats calibré en fonction de la concentration du passif du fonds.

Pour chaque fonds, deux seuils basés sur le pourcentage de détention du premier porteur et des cinq premiers porteurs ont été définis.

- **Historique : rachats équivalents au pire rachat historique observé sur 5 ans**

Ce scénario consiste à définir un seuil de rachats calibré en fonction du pire rachat historique hebdomadaire observé sur une période de 5 ans.

- **Historique : rachats déterminés à partir d'une modélisation**

Ce scénario consiste à définir un seuil de rachats calibré à partir d'une modélisation de l'historique des souscriptions/rachats. Il permet d'estimer un x% de rachats en calculant une VaR sur un horizon donné (il y a 99% de chance que les rachats nets représentent moins de x% de l'actif net du fonds sur 1 semaine).

1.3.2. Mécanisme de gates

Un mécanisme de gates est mis en place dans les prospectus des fonds qui présenteraient un risque de liquidité pour honorer des rachats potentiellement significatifs. Ce mécanisme peut permettre d'étaler les rachats sur plusieurs valeurs liquidatives dès lors qu'ils excèdent un seuil correspondant à 5% de l'actif du fonds dans le cadre de circonstances exceptionnelles. La durée maximale d'application des gates est fixée à 20 valeurs liquidatives sur 3 mois.

La détermination de ces fonds s'appuie sur une analyse de l'actif des fonds (détention d'actifs moins liquides), du passif (concentration des porteurs) ainsi que de l'analyse des tests de résistance réalisés. Une revue périodique des fonds est réalisée afin de prendre en compte d'éventuels changements au niveau de la stratégie d'investissement des fonds ou de la concentration des porteurs des fonds afin de prévoir l'ajout du mécanisme de gates dans les prospectus. Lors de la création d'un fonds, une analyse de la liquidité est effectuée afin de mesurer le risque.

Lors d'un dépassement de seuil, la société de gestion peut décider d'honorer les demandes de rachats au-delà du plafonnement prévu et exécuter partiellement ou totalement les ordres bloqués en fonction des conditions de marché.

1.4. Risque de liquidité combiné actif et passif

L'estimation du risque de liquidité combiné actif et passif est effectuée en comparant les analyses menées à l'actif et au passif du fonds. La méthode utilisée consiste à calculer un ratio pour chaque fonds sur la base de deux composantes :

- une évaluation de la liquidité des actifs
- une évaluation de la liquidité au passif

Ce ratio permet de déterminer l'adéquation entre l'actif et le passif en mesurant quotidiennement le rapport entre les demandes de rachats et le montant d'actifs liquidables en conditions stressées.

Un ratio positif signifie que le fonds dispose suffisamment d'actifs liquidables pour faire face aux rachats alors qu'un ratio négatif signifie que le fonds n'est pas suffisamment liquide pour face aux rachats.

Ce ratio est suivi de deux manières :

- il permet de comparer les fonds ayant les mêmes stratégies d'investissement et d'identifier les fonds présentant le risque de liquidité le plus important
- il permet de suivre dans le temps la variation du risque de liquidité actif/passif d'un fonds et ainsi constituer une alerte pour déterminer s'il est nécessaire de prendre des mesures pour la liquidité d'un fonds

1.5. Test de résistance inversé

Ce test de résistance consiste à estimer les scénarios ou circonstances (mouvements de rachats, hypothèses de marché,...) qui rendraient le fonds vulnérable et incapable d'honorer ses rachats. Il peut être utilisé pour déterminer si des mesures doivent être prises pour assurer une liquidité suffisante au sein du fonds.

2. Fréquence

Les scénarios ainsi que la fréquence des tests de résistance sont définis en fonction :

- de la nature et taille du fonds

- de la fréquence de la valeur liquidative du fonds
- de la nature et liquidité des actifs en positions
- de la connaissance du passif (concentration, diversification et catégorie des investisseurs) et de la politique de rachats du fonds (outils de gestion du risque de liquidité au passif,...)

La définition des scénarios ainsi que la fréquence sont présents dans le document *Cartographie des fonds – Risque de liquidité*.

Les tests de résistance de liquidité peuvent être également produits lors de la création ou liquidation du fonds ou à la demande.

3. Gouvernance et processus d’alertes

3.1. Gouvernance

L’équipe Contrôle des Risques est chargée de la mise en place des modèles de simulation de crise de liquidité ainsi que de la production et l’analyse des résultats indépendamment des équipes de gestion.

Les tests de résistance de liquidité s’inscrivent plus globalement dans le cadre de la Politique de Risque.

Les résultats et analyses des tests de résistance de liquidité sont présentés au minimum trimestriellement au Comité de direction dans le cadre du Comité des Risques.

3.2. Processus d’alertes

Le système de suivi du risque de liquidité s’appuie des seuils d’alertes internes. Ces seuils peuvent donner lieu à des déclenchements d’alerte et/ou d’actions en fonction de l’analyse des résultats. Ce suivi permet ainsi de remonter les dépassements de seuils afin que l’organe de Direction en soit informé et prend les mesures qu’il estime nécessaires.

L’alerte peut éventuellement aboutir à des mesures correctrices en cas de détection d’une vulnérabilité. Ces mesures peuvent concerner l’actif du fonds (par exemple l’augmentation des liquidités) ainsi que le passif avec la mise en place de dispositifs spécifiques (par exemple la mise en place de gates).

Les résultats sont communiqués à l’organe de Direction avec un plan d’actions en cas de vulnérabilité détectée.

Les seuils d’alertes définis ont été définis pour chaque scénario dans le document *Seuils d’alertes tests de résistance de liquidité*.

Références

- Directive AIFM (directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs)
Article 16(1) de la directive, Articles 47 et 48 de la directive du règlement délégué (UE) n°231/2013 complétant la directive AIFM.
- Directive OPCVM (directive 2009/65/CE), Article 51 de la directive de niveau 1, Article 40(3)
- 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 - les Stress tests de liquidité pour les OPCVM et les FIA (ESMA34-39-882)
- Fiche AFG sur les outils de gestion du risque de liquidité dans les fonds ouverts publiée en Mars 2020
- Guide Pratique AFG de mise en conformité du dispositif d'encadrement du risque de liquidité publié en Septembre 2020

Annexe : Procédure Méga

La procédure permettant au Contrôle des Risques de mesurer les tests de résistance de liquidité est modélisée sous l'outil interne MEGA :

- Gérer les tests de résistance de liquidité
 - Définir les profils de liquidité par portefeuille
 - Définir les scénarios et hypothèses de tests de résistance de liquidité
 - Définir le plan d'actions suite aux tests de résistance de liquidité

- Définir les profils de liquidité par portefeuille
 - Analyser les portefeuilles
 - Associer un profil de liquidité à chaque actif du portefeuille et à chaque détenteur

- Définir les scénarios et hypothèses de tests de résistance de liquidité
 - Choisir le type de scénario
 - Définir/calibrer les paramètres du scénario
 - Rédiger le scénario avec les paramètres choisis
 - Exécuter le scénario et analyser les impacts

- Définir le plan d'action suite aux tests de résistance de liquidité
 - Réceptionner le scénario et ses impacts
 - Définir un plan d'action suite aux tests de résistance de liquidité en cas de vulnérabilité détectée

Mise à jour à Paris, le 03 Mars 2022