CBFA

COMMISSION BANCAIRE, FINANCIÈRE ET DES ASSURANCES

Contrôle de l'information et des marchés financiers

Bruxelles, le 8 juin 2007

OPC 3/2007 : Circulaire de la CBFA concernant la méthodologie utilisée pour le calcul du risque des organismes de placement collectif publics à nombre variable de parts

Madame,
Monsieur,

La méthodologie utilisée pour le calcul du risque des organismes de placement collectif publics à nombre variable de parts a été exposée dans la lettre circulaire "*OPC 1/97 Information des investisseurs en parts d'OPC*". En 2003 et en 2005, cette méthodologie a été actualisée en concertation avec l'Association belge des Asset Managers (BEAMA). La version adaptée de la méthodologie a été publiée sur le site Internet de la CBFA, sous la rubrique "Publications – Etudes et documents du département FMI" (Etude 21).

La lettre circulaire OPC 1/97 présentait non seulement la méthodologie appliquée, mais fournissait également des informations destinées aux investisseurs, ainsi qu'un modèle de "prospectus d'émission". La loi du 20 juillet 2004 et ses arrêtés d'exécution ont cependant considérablement modifié les possibilités et limites d'investissement des OPC, de sorte que les informations contenues dans cette lettre circulaire ne sont plus exactes ni complètes. En outre, le modèle de "prospectus d'émission" d'un OPC public à nombre variable de parts a été adapté à la suite de la loi précitée et le nouveau modèle de "prospectus" et de "prospectus simplifié" a été intégré dans la circulaire "*OPC 1/2005 Présentation du prospectus et du prospectus simplifié à publier par les organismes de placement collectif publics de droit belge à nombre variable de parts"*. La CBFA a dès lors décidé d'abroger la lettre circulaire OPC 1/97.

La méthodologie utilisée pour le calcul du risque des OPC publics à nombre variable de parts, telle qu'adaptée, reste toutefois d'application. Elle est reprise dans la présente circulaire, sans avoir fait l'objet de nouvelles modifications.

Je vous prie d'agréer, Madame, Monsieur, l'expression de mes sentiments distingués.

Le Président,

Jean-Paul Servais

rue du Congrès 12-14 | 1000 Bruxelles
t +32 2 220 54 01 | f +32 2 220 54 24 | www.cbfa.be

Annexe : méthodologie utilisée pour le calcul du risque des organismes de placement collectif publics à nombre variable de parts

Le prospectus (simplifié) et les rapports périodiques d'un organisme de placement collectif à nombre variable de parts font mention d'un indicateur de risque synthétique. Cet indicateur de risque synthétique, encore appelé "classe de risque", donne une indication du risque lié à l'OPC ou à un compartiment de l'OPC[1]. Comme elle est déterminée sur la base des rendements obtenus dans le passé (cf. infra), la classe de risque doit être interprétée avec la prudence nécessaire. Elle peut en effet évoluer. Si la classe de risque a changé, il doit en être fait mention dans la version actualisée du prospectus (simplifié) et dans le rapport annuel ou le rapport semestriel de l'OPC.

Un système de classification de risque a été développé pour deux groupes d'OPC :

- les OPC sans échéance fixe et sans protection ou garantie de capital ou sans maintien d'au moins 90 % du capital initial à l'échéance,
- les OPC à échéance fixe et avec protection ou garantie de capital ou avec maintien d'au moins 90 % du capital initial à l'échéance.

Pour les deux groupes d'OPC, il existe 7 classes de risque.

1. OPC sans échéance fixe et sans protection ou garantie de capital ou sans maintien d'au moins 90 % du capital initial à l'échéance

La classification des risques est établie sur la base du ***calcul de l'écart type*** – *mesure de dispersion autour d'une moyenne* – sur base annuelle des rendements obtenus au cours des 5 dernières années – ou sur une période plus courte si l'OPC existe depuis moins de 5 ans – par l'OPC. Les rendements concernés sont calculés sur la base de la valeur nette d'inventaire de l'OPC, sont établis sur base mensuelle et sont exprimés en €.

La classe de risque d'un OPC existant depuis moins d'un an est établie sur la base du calcul de l'écart type sur base annuelle des rendements obtenus au cours des 5 dernières années par un benchmark, représentatif des investissements tels qu'ils sont annoncés dans le prospectus et le prospectus simplifié. Les rendements concernés sont calculés sur la base de la valeur du benchmark, sont établis sur base mensuelle et sont exprimés en €.

Il existe 7 classes de risque (de "0" à "6"), "0" se rapportant au risque le plus faible et "6" au risque le plus élevé.

BEAMA et la CBFA ont défini, de commun accord, les classes de risque comme suit :

- classe 0 : écart type compris entre 0 et 2,5 %,
- classe 1 : écart type > 2,5 % et ≤ 5 %,
- classe 2 : écart type > 5 % et ≤ 10 %,
- classe 3 : écart type > 10 % et ≤ 15 %,

[1] Selon qu'il comporte ou non des compartiments, un "OPC" dans la présente circulaire doit s'entendre comme "OPC" ou "compartiment d'OPC".

- classe 4 : écart type > 15 % et ≤ 20 %,
- classe 5 : écart type > 20 % et ≤ 30 %,
- classe 6 : écart type > 30 %.

La classe de risque est mentionnée dans le prospectus (simplifié) (dans la partie "informations révisables annuellement"). Sa signification est expliquée en bas de page.

La classe de risque est également reprise dans les rapports périodiques des OPC.

La classe de risque peut évoluer au fil du temps. Une volatilité plus grande du marché, par exemple, peut conduire à l'augmentation effective du profil de risque des OPC.

La classe de risque d'un OPC doit être adaptée si, pendant deux périodes semestrielles de calcul consécutives, il s'est avéré que l'OPC relevait d'une classe de risque différente de celle attribuée initialement. Tout changement de la classe de risque sera mentionné dans les rapports périodiques et dans le prospectus (simplifié) des OPC.

Méthodologie utilisée pour le calcul du risque des OPC

Le calcul du risque d'un OPC, qui est fonction de l'écart type, se base sur un calcul préalable du return de cet OPC, comme expliqué ci-dessous.

1. Calcul du return

1.1. Actions de capitalisation

Le return sur une période donnée est calculé selon la formule suivante :

$$r_{t;t+1} = \left(\frac{P_{t+1}}{P_t} \right) - 1$$

avec

$r_{t;t+1}$ le return pour la période de t à t+1
P_{t+1} la valeur nette d'inventaire par part en t+1
P_t la valeur nette d'inventaire par part en t

Exemple :

DATE	VALEUR NETTE D'INVENTAIRE
31/12/01	22 944
31/12/02	25 111

Dans cet exemple, le return est égal à : $\left(\frac{25111}{22944} \right) - 1 = 9{,}44\%$

1.2. Actions de distribution

Le return sur une période donnée est calculé selon la formule suivante :

$$r_{t;t+1} = \left(\alpha \times \frac{P_{t+1}}{P_t} \right) - 1$$

avec

$r_{t;t+1}$ le return pour la période de t à t+1
P_{t+1} la valeur nette d'inventaire par part en t+1
P_t la valeur nette d'inventaire par part en t
α l'opérateur algébrique suivant[2] :

$$\alpha = \prod_{i=1}^{n} \left(1 + \frac{D_i}{P_{exi}} \right)$$

avec

D_i le montant du dividende distribué en i
P_{exi} la valeur nette d'inventaire par part ex-coupon le jour i du détachement
n le nombre de paiements de dividendes pendant la période considérée

Exemple :

DATE	VALEUR NETTE D'INVENTAIRE	COUPON
31/12/01	66 551	
26/04/02		4 600
27/04/02	63 452	
31/12/02	67 912	

Dans cet exemple, α est égal à $1 + \frac{4600}{63452} = 1{,}0725$

Le return est égal à $\left(1{,}0725 \times \frac{67912}{66551} \right) - 1 = 9{,}44\%$

[2] On prend comme hypothèse que le coupon est immédiatement réinvesti dans l'OPC à la valeur nette d'inventaire ex-coupon le jour du détachement.

2. Calcul du risque exprimé par l'écart type

L'écart type communément représenté par le signe σ se calcule selon la formule suivante[3] :

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{n-1}\sum_{t=1}^{T}\left(r_t - \overline{r}\right)^2}$$

avec

r_t le return de la période t
T le nombre de périodes prises en compte
$\overline{r}$ la moyenne arithmétique des returns

Dans le cas présent, le calcul se base sur des returns mensuels. L'écart type obtenu est donc lui aussi exprimé sur une base mensuelle. Pour obtenir l'écart type annuel, il convient de multiplier le résultat obtenu au moyen de la formule ci-dessus par $\sqrt{12}$.

Ce dernier calcul repose sur l'hypothèse que les éléments de la série des returns considérée sont non corrélés entre eux.

L'information donnée par l'écart type peut s'interpréter en termes de probabilité. Sur base de l'hypothèse, fréquemment utilisée en mathématiques financières, que la distribution des returns est une distribution normale, il existe 67 % de chance qu'un return observé se situe dans l'intervalle [moyenne - écart type ; moyenne + écart type].

Un intervalle plus large est souvent utilisé en calcul financier. Par exemple, l'intervalle peut être ajusté afin de correspondre à une probabilité de 90 %, ce qui signifie qu'il y a 5 %[4] de chance que le return soit en deçà de la borne inférieure de l'intervalle considéré. Dans ce cas, l'intervalle à prendre en compte est [moyenne - 1,65 X écart type ; moyenne + 1,65 X écart type].

[3] L'écart type peut également se calculer de la manière suivante : $\sigma = \sqrt{\frac{n\sum_{t=1}^{T} r_t^2 - \left(\sum_{t=1}^{T} r_t\right)^2}{n(n-1)}}$

[4] On ne considère en effet que la partie gauche de la courbe normale.

Exemple : calcul de l'écart type sur une série de 60 returns

Date	***Valeur nette d'inventaire (€)***	***Return mensuel (%)*** $R_t = (NIW_t / NIW_{t-1})-1$	$(R_t - R_{moyen})^2$
31/12/2001	1020,28		
31/01/2002	1109,56	8,75	53,93
28/02/2002	1129,56	1,80	0,16
31/03/2002	1113,76	-1,40	7,87
30/04/2002	1122,72	0,80	0,36
31/05/2002	1163,76	3,66	5,06
30/06/2002	1137,16	-2,29	13,63
31/07/2002	1103,16	-2,99	19,33
31/08/2002	1036,56	-6,04	55,41
30/09/2002	1071,96	3,42	4,03
31/10/2002	1110,76	3,62	4,90
30/11/2002	1108,76	-0,18	2,52
31/12/2002	1111,32	0,23	1,38
31/01/2003	1168,56	5,15	14,02
28/02/2003	1193,96	2,17	0,59
31/03/2003	1239,36	3,80	5,74
30/04/2003	1187,56	-4,18	31,21
31/05/2003	1205,48	1,51	0,01
30/06/2003	1300,56	7,89	42,00
31/07/2003	1338,76	2,94	2,34
31/08/2003	1345,36	0,49	0,83
30/09/2003	1318,96	-1,96	11,35
31/10/2003	1395,00	5,77	19,00
30/11/2003	1411,76	1,20	0,04
31/12/2003	1498,96	6,18	22,75
31/01/2004	1545,00	3,07	2,77
29/02/2004	1534,00	-0,71	4,49
31/03/2004	1499,00	-2,28	13,60
30/04/2004	1612,00	7,54	37,60
31/05/2004	1608,00	-0,25	2,74
30/06/2004	1550,00	-3,61	25,14
31/07/2004	1597,00	3,03	2,64
31/08/2004	1627,00	1,88	0,22
30/09/2004	1521,00	-6,52	62,75
31/10/2004	1513,00	-0,53	3,74

30/11/2004	1553,00	2,64	1,53
31/12/2004	1538,00	-0,97	5,63
31/01/2005	1495,00	-2,80	17,66
28/02/2005	1467,00	-1,87	10,76
31/03/2005	1440,00	-1,84	10,54
30/04/2005	1577,00	9,51	65,73
31/05/2005	1641,96	4,12	7,36
30/06/2005	1647,00	0,31	1,21
31/07/2005	1691,00	2,67	1,60
31/08/2005	1680,96	-0,59	4,00
30/09/2005	1673,00	-0,47	3,54
31/10/2005	1629,00	-2,63	16,30
30/11/2005	1698,00	4,24	8,00
31/12/2005	1776,00	4,59	10,16
31/01/2006	1924,00	8,33	47,98
28/02/2006	1926,00	0,10	1,70
31/03/2006	1875,00	-2,65	16,44
30/04/2006	1975,00	5,33	15,42
31/05/2006	2039,00	3,24	3,36
30/06/2006	2067,00	1,37	0,00
31/07/2006	2008,00	-2,85	18,16
31/08/2006	2033,00	1,25	0,03
30/09/2006	2113,00	3,94	6,39
31/10/2006	2150,00	1,75	0,12
30/11/2006	2266,00	5,40	15,91
31/12/2006	2273,00	0,31	1,21
TOTAL		***84,39***	***764,89***

La moyenne arithmétique de la série des returns est égale à 1,407 (= 84.39/60). L'écart type mensuel est égal à

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{59} 764{,}89} = 3{,}6\%$$

Par conséquent, l'écart type annualisé est égal à $3{,}6\% \times \sqrt{12} = 12{,}47\%$.

Dans ce cas-ci, la classe de risque correspondante est la classe 3 (écart type entre 10 et 15 %).

2. <u>OPC à échéance fixe et avec protection ou garantie de capital ou avec maintien d'au moins 90 % du capital initial à l'échéance</u>

Le système décrit ci-après donne une indication du risque que comporte un OPC à échéance fixe et avec protection ou garantie de capital ou avec maintien d'au moins 90 % du capital initial à l'échéance.

Le prospectus (simplifié) reprend les informations suivantes en ce qui concerne la protection de capital, la garantie de capital ou le maintien du capital initial :
- {*x*} %, *(avec x > 90),*
- montant correspondant à l'échéance (avant déduction de frais et de taxes), par rapport à l'investissement minimum initial : {*montant*} {*devise*}.

Il existe 7 classes de risque (de "Ø" à "VI"), "Ø" se rapportant au risque le plus faible et "VI" au risque le plus élevé :

- classe Ø : écart type compris entre 0 et 2,5 %,
- classe I : écart type > 2,5 % et ≤ 5 %,
- classe II : écart type > 5 % et ≤ 10 %,
- classe III : écart type > 10 % et ≤ 15 %,
- classe IV : écart type > 15 % et ≤ 20 %,
- classe V : écart type > 20 % et ≤ 30 %,
- classe VI : écart type > 30 %.

Ces classes sont à mettre en parallèle avec celles des autres OPC (de 0 à 6).

Selon l'historique de la valeur nette d'inventaire d'un OPC, il existe trois possibilités pour déterminer la classe de risque :

1. *OPC ayant un historique de valeurs nettes d'inventaire égal ou supérieur à 5 ans :*

   la classe de risque est calculée sur la base de ***l'écart type*** sur base annuelle des returns mensuels exprimés en € (formule : supra) observés au cours des cinq dernières années. Il y a au minimum 60 observations.

2. *OPC ayant un historique de valeurs nettes d'inventaire égal ou supérieur à 2,5 ans et inférieur à 5 ans :*

   la classe de risque est calculée sur la base de ***l'écart type*** sur base annuelle des returns mensuels exprimés en € (formule : supra) observés au cours de la période concernée écoulée. Il y a au minimum 30 observations et au maximum 60 observations.

3. *OPC ayant un historique de valeurs nettes d'inventaire égal ou supérieur à 1 an et inférieur à 2,5 ans :*

la classe de risque est calculée sur la base de ***l'écart type*** sur base annuelle des returns bimensuels exprimés en € (formule : supra). Il y a au minimum 24 observations et au maximum 60 observations.

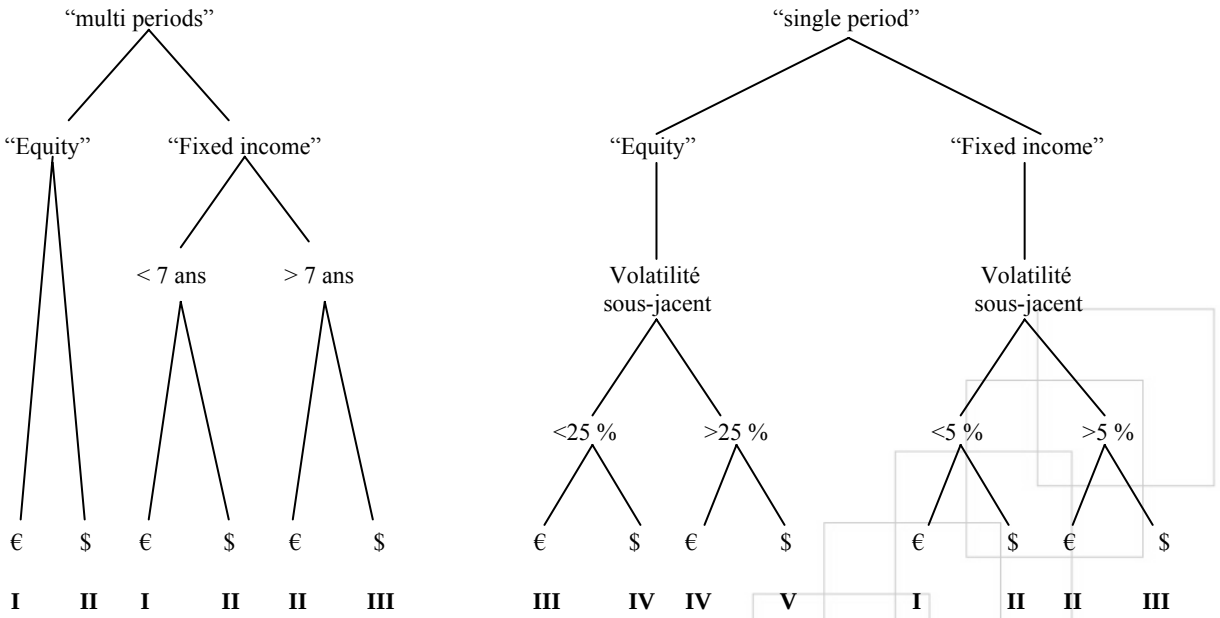
4. *Nouveaux OPC créés ayant un historique de valeurs nettes d'inventaire inférieur à 1 an :*

Contrairement à ce qui se passe pour les OPC sans échéance fixe et sans protection ou garantie de capital ou sans maintien d'au moins 90 % du capital initial à l'échéance, la classe de risque n'est pas déterminée sur la base d'un indice de référence (benchmark) représentatif des investissements tels qu'ils sont annoncés dans le prospectus (simplifié), mais sur la base de ***l'écart type moyen de catégories de produits similaires***. Sur la base de cinq critères, 14 catégories différentes d'OPC à échéance fixe et avec protection ou garantie de capital ou avec maintien d'au moins 90 % du capital initial à l'échéance peuvent être définies.

Pour la délimitation de ces catégories, il est tenu compte de :

- "multi periods" (cliquet intermédiaire) ou bien "single period" (le résultat dépend de l'observation à l'échéance). Les "multi periods" comportant des périodes intermédiaires de plus de 2 ans sont considérées comme des "single periods" ;
- le sous-jacent : "equity" ou bien "fixed income" ;
- la durée : moins de 7 ans ou plus de 7 ans (seulement pour les "multi periods – fixed income") ;
- la volatilité normale ou élevée du sous-jacent (seulement pour les "single periods") ;
- la devise de l'OPC (€ et DKK d'un côté et autres devises de l'autre côté).

Le nouvel OPC ***reprend initialement la classe de risque*** de la catégorie à laquelle il appartient (cf. structure arborescente ci-après).



(Classes de risque indiquées en chiffres romains)

Des structures "single period" avec un return minimum élevé ("best of" via coupon ou capitalisation) sont assimilées aux structures "multi period – equity" pour autant que la composante "best of" (la part du rendement garanti) soit suffisamment lourde. Tel est le cas lorsque plus de 50 % des investissements qui sont axés sur la réalisation de l'objectif de rendement poursuivi sont composés de dividendes déterminés préalablement. Vu la structure de ces OPC - pour lesquels on ne dispose pas encore actuellement d'un historique de valeurs nettes d'inventaire suffisamment étendu -, la classe de risque peut, après un certain temps (c.-à-d. après le paiement des coupons), se situer à un niveau plus élevé que celui déterminé initialement.

Pour ce type d'OPC, il convient d'insérer le texte repris à l'alinéa précédent dans le prospectus (simplifié).

Chaque année, on réexamine si la 'structure arborescente' reste valable pour le secteur. BEAMA en assume la responsabilité et communique les actualisations/modifications à la CBFA.

Dès que l'OPC a un historique de valeurs nettes d'inventaire égal à un an, la méthode d'attribution de la classe de risque change (cf supra : la classe de risque est attribuée à partir de ce moment sur la base du calcul de l'écart type sur base annuelle des returns en €). La modification éventuelle de la classe de risque suite à ce changement sera reprise dans le prospectus (simplifié) et dans les rapports périodiques.

La classe de risque est toujours mentionnée dans le prospectus (simplifié) (dans la partie "informations révisables annuellement"). Pour les trois possibilités précitées, la signification des classes de risque est expliquée en bas de page du prospectus (simplifié).

La classe de risque est également mentionnée dans les rapports périodiques des OPC.

La classe de risque peut évoluer au fil du temps. La classe de risque d'un OPC doit être adaptée si, pendant deux périodes semestrielles de calcul consécutives, il s'est avéré que l'OPC relevait d'une classe de risque différente de celle attribuée initialement. Tout changement de la classe de risque sera mentionné dans les rapports périodiques et dans le prospectus (simplifié) des OPC.