

PARTIE XII: COUVERTURE DU RISQUE DE CHANGE

Chapitre 1 : Principes généraux

1. La présente partie définit un système de mesure du risque de change associé à ***l'ensemble des activités*** des entreprises d'investissement, ainsi qu'une exigence de fonds propres pour la couverture de ce risque.
2. Pour les besoins de la présente partie:
 - l'or est assimilé à une devise,
 - les positions en devises composites peuvent être décomposées dans les devises constitutives sur la base des quotas en vigueur. L'entreprise d'investissement, qui fait usage de cette possibilité, doit l'appliquer de manière continue.
3. Le risque de change doit être couvert par des fonds propres dès lors que la position nette globale en devises définie au point 13 excède 2% des fonds propres de l'entreprise d'investissement. Tant que cette limite de 2% n'est pas atteinte, aucune exigence de fonds propres n'est due au titre de la couverture du risque de change.
4. L'exigence de fonds propres est calculée selon la méthode décrite au chapitre 2.

Chapitre 2 : Méthode standard

5. L'exigence de fonds propres afférente au risque de change se calcule en trois étapes:
 - 1^{ère} étape : calcul de la position nette ouverte dans une devise donnée,
 - 2^e étape : calcul de la position nette globale en devises,
 - 3^e étape : calcul de l'exigence de fonds propres.

Sous-chapitre 2.1. Calcul de la position nette ouverte dans une devise donnée

6. L'entreprise d'investissement calcule sa position nette ouverte dans chaque devise, y compris dans l'or, la monnaie du capital et le cas échéant dans chaque devise composite sous réserve du dernier tiret du point 2.
7. La position nette ouverte par devise est la somme algébrique des éléments suivants:

- la position nette au comptant, c'est-à-dire tous les éléments d'actif moins tous les éléments de passif, y compris les intérêts courus non échus dans la devise considérée, ainsi que les engagements résultant d'opérations au comptant non encore dénouées reprises au hors bilan.

Les opérations au comptant sont à inclure dans la position nette au comptant dès la date de conclusion de l'opération (date de transaction).

Sont considérées comme opérations au comptant, les opérations libellées en devises dont la conclusion et la réalisation sont séparées par un intervalle de temps très court défini en raison des délais d'usage (généralement deux jours ouvrables).

Sont entre autres à inclure dans la position nette au comptant les positions d'achat ou de vente de devises au comptant découlant d'opérations d'échanges de devises («*currency swaps*»); les engagements de vente ou d'achat à terme découlant de ces opérations d'échanges de devises sont à reprendre dans la position nette à terme;

- la position nette à terme, c'est-à-dire tous les montants à recevoir moins tous les montants à payer en vertu d'opérations à terme.

Sont considérées comme opérations à terme, les opérations libellées en devises dont les parties décident de différer le dénouement d'un intervalle supérieur aux délais d'usage applicables aux opérations au comptant.

Sont entre autres à inclure dans la position nette à terme les contrats financiers à terme sur devises («*currency futures*»), ainsi que les engagements d'achat ou de vente à terme découlant d'opérations d'échanges de devises («*currency swaps*»);

- les garanties irrévocables (et instruments similaires) dont il est certain qu'elles seront appelées et probable qu'elles ne pourront être récupérées ;
- les recettes et dépenses futures nettes (dont le solde net des intérêts à payer ou à recevoir) qui ne sont pas encore échues, mais qui sont déjà entièrement couvertes (les recettes et les dépenses futures nettes qui ne sont pas encore comptabilisées, mais qui sont déjà entièrement couvertes par des opérations de change à terme peuvent être comprises dans ce calcul, au choix des entreprises d'investissement et avec l'accord préalable de la Commission. Les entreprises d'investissement qui font usage de cette possibilité, doivent l'appliquer de manière continue.)
- l'équivalent delta net du portefeuille total d'options sur devises. Le facteur delta utilisé est celui calculé par le marché réglementé reconnu concerné ou, lorsque celui-ci n'est pas disponible ou pour les options négociées hors d'un marché réglementé reconnu (marché de gré à gré), le delta calculé par l'entreprise d'investissement elle-même.

La méthode de calcul du delta utilisée par l'entreprise d'investissement, est communiquée préalablement à la Commission qui peut s'y opposer. L'entreprise

d'investissement, qui utilise un modèle d'évaluation standard reconnu par le marché pour calculer le delta, est dispensée de l'obligation de notification préalable à la Commission.

Le traitement prévu dans la présente partie pour les options sur devises est également applicable aux «warrants» sur devises.

La Commission peut autoriser les entreprises d'investissement dont l'activité sur options et «warrants» sur devises est limitée, à utiliser la méthode simplifiée décrite au sous-chapitre 2.5..

- la valeur de marché des autres options (c'est-à-dire autres que sur devises et sur or).

8. Sont à exclure du calcul de la position nette ouverte par devise les positions en options et «warrants» sur devises qui sont traitées selon la méthode simplifiée décrite au sous-chapitre 2.5..

9. Peuvent être exclues du calcul de la position nette ouverte par devise:

- sous réserve de l'accord préalable de la Commission, toute position prise délibérément par une entreprise d'investissement pour se couvrir partiellement ou totalement contre l'effet négatif des variations de cours de change sur le ratio intégré, respectivement le ratio simplifié pour autant que les conditions suivantes sont remplies:
 - * cette position devrait revêtir un caractère structurel; elle ne peut en aucun cas résulter d'éléments faisant partie du portefeuille de négociation,
 - * elle a pour seul objet de protéger le ratio intégré, respectivement le ratio simplifié de l'entreprise d'investissement,
 - * l'entreprise d'investissement doit en principe s'en tenir à son choix. Toute modification des conditions d'exclusion nécessite l'accord préalable de la Commission;
- les positions qui se rapportent à des éléments déjà déduits des fonds propres.

10. La position nette dans une devise est qualifiée de position longue nette lorsque les achats excèdent les ventes; elle est qualifiée de position courte nette lorsque les ventes excèdent les achats.

11. Les entreprises d'investissement qui gèrent leurs positions et leurs risques sur la base de flux financiers actualisés, peuvent utiliser la valeur actuelle nette pour le calcul de la position nette ouverte dans chaque devise. Cette méthode doit être appliquée de manière continue.

La Commission se réserve le droit de refuser à une entreprise d'investissement l'utilisation de cette méthode si elle la juge insatisfaisante notamment en raison des taux d'intérêt retenus pour les calculs d'actualisation.

12. S'agissant des positions OPC prises par l'entreprise d'investissement, les positions de change effectives de ceux-ci sont prises en considération aux fins du calcul visé au point 6. Les entreprises d'investissement peuvent se fier aux déclarations publiées par des tiers concernant les positions de change des OPC, pour autant que la justesse de ces déclarations soit dûment assurée. Lorsqu'une entreprise d'investissement ne connaît pas les positions de change d'un OPC, il est supposé que celui-ci a investi en devises dans la mesure maximale autorisée par son mandat. L'entreprise d'investissement tient compte de l'exposition indirecte maximale qu'elle pourrait encourir en prenant des positions avec effet de levier via l'OPC. Ceci est effectué en augmentant proportionnellement la position de l'OPC jusqu'à l'exposition maximale sur les investissements sous-jacents, telle qu'autorisée par le mandat d'investissement. La position de change hypothétique de l'OPC est considérée comme une devise distincte et reçoit le traitement réservé aux placements en or, à cela près que, si la direction des investissements de l'OPC est connue, la position longue totale peut être additionnée au total des positions de change longues ouvertes et la position courte totale peut être additionnée au total des positions de change courtes ouvertes. Aucune compensation n'est autorisée entre ces positions avant le calcul.

Cas 1 :

Les entreprises d'investissement ayant connaissance des positions de change effectives de l'OPC (soit soi-même, soit par l'intermédiaire d'un tiers, soit à travers le mandat de gestion) dans lequel elles ont investi intégreront ces dernières dans le calcul de la position nette ouverte dans une devise donnée tel que visé au point 6 de la présente partie.

Exemple :

Prenons comme point de départ la situation suivante : L'entreprise d'investissement (dont la monnaie de capital est l'EUR) qui a investi dans un OPC donné (avec comme devise de dénomination l'EUR) connaît les positions de change effectives de ce dernier soit sur base de ses propres informations soit sur base d'informations reçues d'un tiers (exemple : banque dépositaire). Supposons que cet OPC investisse principalement en EUR, et à titre accessoire, en USD.

Pour les besoins de la détermination de l'exigence de fonds propres au titre du risque de change cette entreprise d'investissement combine les positions EUR (sans exigence de fonds propres) et USD, qui résultent de son investissement dans l'OPC, à ses autres positions dans ces devises en vue de déterminer la position nette par devise conformément au point 6 de cette partie.

Cas 2 :

Si l'entreprise d'investissement ne connaît pas les positions de change effectives de l'OPC (i.e. qu'elle n'arrive donc pas à déterminer exactement les devises dans lesquelles les actifs sont libellés, par exemple un OPC pouvant investir dans diverses devises sans que le mandat ne fixe des pourcentages par devise), alors elle est obligée de répertorier l'investissement dans l'OPC dans une devise classée comme devise distincte (« unknown currency »). Toutes les positions OPC pour lesquelles l'entreprise d'investissement ne sait pas exactement déterminer les devises d'investissement sous-jacentes impacteront cette devise distincte.

Si l'entreprise d'investissement ne connaît pas les positions de change effectives, mais est à même de déterminer la direction des investissements (exemple : « long equity ») alors conformément au point 12 la position longue totale (de cette devise distincte) peut être additionnée au total des positions de change longues ouvertes et la position courte totale (de cette devise distincte) peut être additionnée au total des positions de change courtes ouvertes.

Dans le cas contraire il faudra tout simplement appliquer l'exigence de fonds propres de 8% à la position dans la devise distincte (somme en valeur absolue des positions dans la devise distincte).

Exemple :

Supposons qu'une entreprise d'investissement (dont la monnaie de capital est l'EUR) détienne deux positions longues de chacune EUR 100 sur deux OPC (dont devise de dénomination EUR pour les deux OPC). Supposons que l'entreprise d'investissement ne sache pas déterminer les positions de change effectives des 2 OPC (qui peuvent théoriquement investir 100% dans des actions libellées dans des devises autres que l'EUR), mais qu'elle connaît la direction des investissements (supposons que les OPC n'ont que des positions longues sur des actions). Dans ce cas elle devra imputer EUR 200 à la position longue sur la devise distincte. Par conséquent l'entreprise d'investissement devra ajouter la position longue totale sur la devise distincte (EUR 200) au total des positions de change longues ouvertes.

Dans le cas où le total des positions de change longues ouvertes et le total des positions de change courtes ouvertes de l'entreprise d'investissement seraient 0, elle aurait une charge en capital au titre du risque de change de EUR 16 (8% de 200).

Cas 3 :

Il peut cependant se présenter des cas de figure hybrides où à la fois des devises données (exemple : USD) et la devise distincte seront impactées.

Exemple :

Citons le cas d'une entreprise d'investissement (dont monnaie de capital est l'EUR) qui investit dans un OPC (dont devise de dénomination est l'EUR) dont le mandat permet des investissements à hauteur de 70% au maximum en EUR et USD (i.e. maximum 70% en EUR ou 70% en USD). Il en résulte que les investissements se feront au moins pour 30% dans les deux devises (→ total de 60%). Pour les autres 40% on ne sait pas déterminer exactement la devise d'investissement. Dans ce cas on imputera 30% à l'EUR (pas de charge en capital pour entreprise d'investissement avec monnaie du capital en EUR) et 30% au USD ainsi que 40% à la devise distincte.

Cas 4 :

A tout cela s'ajoute que l'entreprise d'investissement ne connaissant pas les positions de change effectives de l'OPC devra tenir compte de l'exposition indirecte maximale qu'elle pourrait encourir en prenant des positions avec effet de levier via l'OPC. Si le mandat de gestion permet du levier, l'entreprise d'investissement devra en tenir compte dans le calcul du risque de change. Un élément important à savoir constitue la devise dans laquelle l'emprunt se fera, en effet si l'emprunt se fait dans la devise de l'investissement, l'effet de levier n'aura pas d'impact majeur en terme de risque de change, contrairement à ce qui se passe dans le cas contraire. Si l'entreprise d'investissement ne connaît pas la devise d'emprunt alors il faudra qu'elle impute le montant correspondant à l'effet de levier maximal à la position courte de la devise distincte.

Exemple :

Cas d'un OPC investissant l'équivalent de EUR 1.000 dans l'indice FTSE libellé en GBP en ayant recours à un levier égal à 10 (donc 100 par voie de souscription et 900 par voie d'emprunt). Supposons que l'OPC emprunte en EUR à cette fin. Dans ce cas de figure il en résulte un risque de change accru en raison du levier et en tenant compte de ces informations on aurait une position longue en GBP de 1000 et une position courte en EUR de 900. Si l'emprunt aurait été fait en GBP, la situation serait différente dans la mesure où en raison de la congruence des devises il ne résulterait pas un risque de change accru à travers la génération de levier. Toujours est-il que l'on a un risque de marché accru dû à l'effet de levier.

Cette approche du calcul des exigences de fonds propres due au titre du risque de change associé aux OPC est connue sous le nom de « méthode de l'or modifié » (modified gold method).

Sous-chapitre 2.2. Calcul de la position nette globale en devises

13. Les positions courtes et longues nettes dans chaque devise autre que la monnaie du capital, sont converties dans la monnaie du capital au taux de change au comptant. Les positions ainsi obtenues, à l'exception de la position en or, sont ensuite additionnées séparément pour fournir respectivement le total des positions nettes courtes et le total des positions nettes longues.

La plus élevée des valeurs absolues de ces deux totaux, majorée de la valeur absolue de la position nette en or, constitue la position nette globale en devises des entreprises d'investissement.

Les entreprises d'investissement peuvent faire usage des possibilités de compensation décrites au sous-chapitre 2.4. pour les besoins du calcul de la position nette globale en devises. La position nette en or ne peut pas faire l'objet des compensations décrites au sous-chapitre 2.4..

Sous-chapitre 2.3. Calcul de l'exigence de fonds propres

14. Sous réserve du sous-chapitre 2.4. l'exigence de fonds propres est égale à 8% de la position nette globale en devises.

Les entreprises d'investissement qui convertissent les options sur devises en positions en équivalent-delta pour les inclure dans le calcul de la position nette par devise, sont en outre tenues de couvrir les risques liés aux options autres que le risque delta.

L'exigence de fonds propres ainsi obtenue est majorée de celle calculée conformément au sous-chapitre 2.5. ainsi que des exigences de fonds propres résultant de l'application des mécanismes de compensation prévus au sous-chapitre 2.4..

Sous-chapitre 2.4. Cas particulier de certaines devises

15. Aux fins de ce sous-chapitre, on entend par position compensée le montant correspondant aux positions longues qui sont contrebalancées par des positions courtes. La position longue nette ou courte nette résiduelle constitue la position non compensée. La position longue nette ou courte nette en or ne peut pas faire l'objet de compensations.

16. Les entreprises d'investissement peuvent compenser des positions de signe opposé en devises sous les conditions et dans les limites exposées aux sections 2.4.1. et 2.4.2..

Les entreprises d'investissement peuvent faire usage soit de l'une, soit de plusieurs, soit de l'ensemble des possibilités de compensation exposées aux sections 2.4.1. et 2.4.2..

Section 2.4.1. Accords interétatiques et monnaies des pays de l'Union Européenne

17. La position compensée dans les devises qui relèvent d'un accord interétatique juridiquement contraignant fixant leur parité, peut ne pas faire l'objet d'une exigence de fonds propres.

La position non compensée dans ces devises est reprise dans le calcul de la position nette globale en devises sous réserve des points 18 à 22.

18. Les positions dans les monnaies des Etats membres participant à la deuxième phase de l'union économique et monétaire peuvent être soumises à une exigence de fonds propres inférieure à celle qui résulterait de l'application de la méthode simplifiée décrite aux points 5 à 14.. Cette exigence se calcule comme suit:

- les entreprises d'investissement calculent la position compensée dans les devises concernées;
- l'exigence de fonds propres est égale à 1.6% de la valeur de cette position compensée;
- la position non compensée dans les devises concernées est reprise dans le calcul de la position nette globale en devises sous réserve des points 19 à 22.

Les entreprises d'investissement peuvent inclure dans le calcul la position non compensée en euro.

19. Les positions dans les devises qui relèvent d'un accord interétatique juridiquement contraignant visant à limiter l'écart de fluctuation entre devises couvertes par cet accord, peuvent être soumises à une exigence de fonds propres inférieure à celle qui résulterait de l'application de la méthode simplifiée décrite aux points 5 à 14 et qui est déterminée comme suit:

- les entreprises d'investissement calculent la position compensée dans les devises concernées;
- l'exigence de fonds propres s'obtient en multipliant le montant de cette position compensée par 50% de l'écart maximal permis au titre de l'accord;
- la position non compensée dans les devises concernées est reprise dans le calcul de la position nette globale en devises sous réserve des points 20 à 22.

Section 2.4.2. Prise en compte des corrélations observées entre paires de devises

20. Les positions en devises peuvent faire l'objet d'une exigence de fonds propres inférieure à celle qui résulterait de l'application de la méthode simplifiée décrite aux points 5 à 14 à condition que les devises présentent une corrélation étroite.

21. Pour déterminer si une paire de devises présente une corrélation étroite, les variations de taux de change relevées quotidiennement au cours des trois ou cinq dernières années sont appliquées à la position compensée que l'entreprise d'investissement détient dans ces devises afin de déterminer les gains ou les pertes de change qui seraient apparus si l'entreprise d'investissement avait conservé la position compensée pendant dix jours ouvrables.

Si les pertes «simulées» sont, dans 99% des cas lorsqu'il est fait usage d'une période d'observation de trois ans ou dans 95% des cas lorsqu'il est fait usage d'une période d'observation de cinq ans, inférieures ou égales à 4% de la valeur de ladite position compensée convertie dans la monnaie du capital au cours de change au comptant, la paire de devises est présumée présenter une corrélation étroite.

Les entreprises d'investissement doivent utiliser de manière continue une période d'observation soit de trois ans, soit de cinq ans.

Les entreprises d'investissement communiquent la source des séries de données journalières portant sur les cours de change au comptant à la Commission qui peut s'y opposer.

22. L'exigence de fonds propres relative à la position compensée d'une paire de devises présentant une corrélation étroite est égale à 4% de la valeur de ladite position compensée.

Les positions non compensées de devises présentant une corrélation étroite sont reprises dans le calcul de la position nette globale en devises.

Sous-chapitre 2.5. Méthode simplifiée réservée aux options et « warrants » sur devises

23. La Commission peut autoriser les entreprises d'investissement dont l'activité sur options et «warrants» sur devises est limitée, à procéder à un calcul séparé de l'exigence de fonds propres due au titre de couverture des risques liés aux options et «warrants». Cette exigence de fonds propres s'ajoute à celle calculée suivant les modalités exposées aux deux premiers alinéas du point 14.

Les entreprises d'investissement qui utilisent la méthode simplifiée, n'incluent plus, dans le calcul des positions nettes par devise, les options, les «warrants» et le cas échéant les positions couvertes. Ces options, «warrants» et positions couvertes ne

peuvent en outre pas être pris en compte dans les mécanismes de compensation décrits au sous-chapitre 2.4..

24. L'exigence de fonds propres relative à une option achetée est égale à 8% du plus élevé des deux montants suivants: d'une part le montant à recevoir converti dans la monnaie du capital au taux de change au comptant et d'autre part le montant à payer converti dans la monnaie du capital au taux de change au comptant.

Le même traitement peut s'appliquer aux options émises.

L'exigence de fonds propres calculée par application de cette méthode ne peut pas dépasser la valeur de marché de l'option lorsqu'il s'agit d'une option achetée.

25. L'exigence de fonds propres relative à une option achetée en couverture d'une position au comptant est égale au montant obtenu par application du point 24 réduit le cas échéant de la valeur intrinsèque de l'option. L'exigence de fonds propres ainsi obtenue peut devenir tout au plus nulle; elle ne peut à aucun moment devenir négative.

Toutefois une option achetée ne peut être qualifiée de couverture d'une position au comptant que si le prix d'exercice de l'option est sensiblement égal au cours de marché auquel l'opération au comptant figure au bilan au moment de l'achat de l'option. Si cette condition n'est pas remplie, les entreprises d'investissement sont tenues de calculer l'exigence de fonds propres conformément au point 24.

Par valeur intrinsèque de l'option, on entend la différence entre le prix d'exercice de l'option et le prix de marché de l'actif de référence sur lequel porte l'option à un moment donné (cours pour le terme restant à courir dans le cas d'options à l'«européenne» et cours au comptant dans le cas d'options à l'«américaine»). La valeur intrinsèque de l'option est positive pour une option dans le cours («*in-the-money*»); elle est nulle pour les options au cours («*at-the-money*») ou hors du cours («*out-of-the-money*»). La valeur intrinsèque d'une option de vente («*put option*») achetée dans le cours est égale à la différence positive entre le prix d'exercice et le cours de référence. La valeur intrinsèque d'une option d'achat («*call option*») achetée dans le cours est égale à la différence positive entre le cours de référence et le prix d'exercice.

26. Aucune exigence de fonds propres n'est due lorsque des positions sur options émises sont entièrement couvertes par des positions à l'achat portant sur les mêmes options («*back-to-back options*») si ces options ont le même prix d'exercice, la même date d'échéance et la même devise sous-jacente; elles doivent en outre être soit toutes les deux à l'«américaine» ou à l'«européenne», soit les options émises sont à l'«européenne» et les options achetées à l'«américaine».