

ANNEXE 6 A LA CIRCULAIRE AUX I.A.
N° 2021-02 DU 31 mai 2021

Recommandations pour l'élaboration d'une « Politique de couverture »

Politique de couverture : Définition

Le processus de prise de décision en matière de couverture contre les risques de marché doit émaner d'un document cadre, en l'occurrence la « **Politique de couverture** ». Ce document doit être approuvé par le Conseil d'Administration ou un organe de gestion assimilé de l'opérateur économique de manière générale.

La définition de la **Politique de couverture** repose principalement sur :

- ✓ l'identification des risques ;
- ✓ la quantification de l'exposition aux risques ;
- ✓ la détermination des marchés et des instruments de couverture éligibles;
- ✓ le processus décisionnel ;
- ✓ le monitoring et reporting.

1. Identification des risques

L'opérateur économique doit identifier *tous les risques auxquels il est exposé en lien avec son activité*. Une fois identifiés, les risques sont catégorisés et hiérarchisés.

Exemple : Un opérateur économique se finance en devise à un taux d'intérêt indexé à un taux de référence pour importer du zinc est exposé aux risques suivants :

- Variation du taux de change devise/dinar ;
- Variation du taux d'intérêt de référence ;
- Fluctuation des prix du zinc.

La définition du moment de l'exposition au risque permet par ailleurs de déterminer *l'horizon véritable de la couverture*. Ainsi, il importe d'analyser de manière profonde l'activité pour définir l'opération génératrice du risque et ses différents paramètres, à savoir le calendrier de production ou d'approvisionnement, le montant acheté ou vendu, les volumes et les périodes, etc.

2. Quantification de l'exposition aux risques

La quantification du risque revient à calculer l'exposition et simuler les effets financiers sur le résultat. La détermination du montant de l'exposition, comparé au budget de l'entreprise, doit intégrer l'analyse des caractéristiques intrinsèques du marché en question (degré de volatilité, profondeur, etc.) ainsi que tous les composants objet de la couverture.

Exemple : Pour un opérateur économique qui se finance en dollar à un taux d'intérêt indexé à un taux de référence pour importer du pétrole doit mesurer :

- L'impact sur le résultat d'une variation de la parité USD/TND de 1% ;
- La variation des charges financières et l'impact sur le résultat d'une augmentation de 1% du taux d'intérêt de référence ;
- Le surcoût du prix de revient dû à une augmentation de 1% du prix du baril.

La quantification de l'exposition est ainsi une étape cruciale dans le processus décisionnel, car elle permet de comparer le coût de la couverture par rapport au coût de non-couverture, et ce au vu de la perception du risque de l'opérateur économique.

Formulation de la perception du risque

Le profil de risque optimal d'un opérateur économique équilibre les avantages de la protection contre les coûts de la couverture. L'opérateur économique est ainsi appelé à déterminer ses propres seuils de tolérance face au risque et à choisir les proportions à couvrir. Trois possibilités s'offrent à cet égard :

- La couverture systématique : cette méthode consiste à se couvrir automatiquement dès qu'apparaît un engagement ou un avoir pouvant constituer une source de risque. Cette attitude est notamment empruntée dans le cas où la quantification du dommage fait ressortir des montants très élevés se traduisant par des pertes importantes au niveau du résultat ou de la marge de l'opérateur économique pouvant compromettre sa viabilité.
- La couverture partielle : elle correspond à la fixation de limites et de critères bien déterminés pour la couverture. La stratégie de couverture pouvant coûter cher à l'opérateur économique, elle pourrait dès lors tolérer une part de risque non couverte et opter pour une protection partielle, mais plus efficace (limitée par exemple à un certain pourcentage de l'exposition). Cette approche permet d'offrir un profil de rendement/risque plus attractif pour un coût raisonnable.
- La non-couverture : pour un opérateur économique, la non-couverture pourrait représenter une décision rationnelle dans un contexte bien déterminé, mais doit résulter d'un examen profond des risques encourus.

Ainsi, dans le cadre du processus d'élaboration d'une politique de gestion des risques, l'opérateur économique doit confronter sa tolérance au risque aux objectifs recherchés par la couverture.

3. Identification des marchés, des instruments de couverture éligibles

a. Les marchés des produits dérivés

Les instruments de couverture peuvent se traiter de gré à gré ou sur des marchés organisés ou listés.

✓ marchés de gré à gré

Le marché est dit de « gré à gré » quand l'acheteur et le vendeur sont mis en relation directe, soit de leur propre initiative, soit par l'intermédiaire d'une banque ou d'un courtier. Dans le jargon financier on parle de marché OTC (*Over The Counter*). Ainsi, les deux parties négocient elles-mêmes les termes de la transaction. Le marché OTC est donc souple mais peut présenter plusieurs risques, notamment :

- le risque de défaut de la contrepartie ;
- le risque de règlement livraison.

✓ **marchés organisés ou listés**

Le marché organisé des produits dérivés est un marché réglementé sur lequel, les instruments de couverture sont négociés à travers la confrontation centralisée des ordres d'achat et de vente via une chambre de compensation, qui se porte contrepartie à chaque ordre d'achat ou de vente exécuté, et ce dans le but d'éliminer le risque de défaut des intervenants et permettre une exécution rapide des transactions et à faible coût.

b. Les produits dérivés

Les produits dérivés sont des contrats qui tirent leur valeur des mouvements de prix d'un actif sous-jacent. Ces instruments peuvent être différenciés selon l'engagement qu'ils incombent aux co-contractants en termes d'exécution des contrats. Ainsi, deux grandes catégories sont à distinguer : les produits à engagement ferme et les produits optionnels. Les premiers permettant au gestionnaire de se protéger contre la volatilité des prix, à court ou à long terme, avec un engagement ferme d'exécution au prix convenu, alors que les seconds lui assurent cette protection tout en lui accordant la latitude de profiter d'une éventuelle variation favorable des prix sur le marché. Les produits à engagement ferme comprennent *les contrats à terme*, *les futures* et *les swaps*. La seconde catégorie comprend *les options*. La plupart des solutions dérivées sont construites à partir de ces instruments de base.

4. Le processus décisionnel

La **Politique de couverture** doit définir clairement le processus décisionnel qui s'appuie généralement sur deux organes clé, qui sont les piliers de la structure de gouvernance des risques, à savoir le *Conseil d'Administration* ou l'organe de gestion assimilé et le *Comité de pilotage*.

a. Le Conseil d'Administration ou l'organe de gestion assimilé

Le document « **Politique de couverture** » doit être approuvé par le Conseil d'Administration ou l'organe de gestion assimilé.

b. Le Comité de pilotage

Le Comité de pilotage a la responsabilité de la mise en œuvre de la **Politique de couverture**, de la validation et la supervision de la stratégie de gestion des risques. Il est nécessaire d'établir une délégation claire des responsabilités du Comité de pilotage au niveau d'un document cadre qui arrête également la composition du Comité.

Le Comité doit inclure les départements dont l'implication permet une bonne appréciation du niveau d'exposition au risque, de préférence le Département Finances et Trésorerie, le Département d'Approvisionnement, le Département Commercial ainsi que le Département chargé de la Gestion des Risques.

Le Comité rapporte au Conseil d'Administration ou à l'organe de gestion assimilé sur une base périodique.

Le Comité de pilotage doit s'assurer que l'activité d'analyse et de gestion des risques de marché est effectuée par un personnel possédant les connaissances et l'expérience techniques requises dans le domaine des risques financiers et des instruments de couverture. Une politique de formation continue et ciblée des ressources humaines impliquées dans la

gestion des risques est indispensable pour garantir un bon savoir-faire et rester au diapason des évolutions rapides des marchés. Il est également important de doter les structures impliquées dans la gestion des risques des moyens techniques appropriés pour le suivi des marchés et l'évaluation des instruments de couverture. Enfin, il faut veiller sur le principe de séparation des tâches incompatibles.

5. Monitoring et reporting

Une activité de couverture nécessite une procédure de contrôle interne documentée et comprenant notamment les structures de gestion, avec les noms des gestionnaires autorisés à conclure les opérations de couverture le cas échéant, et les responsables risques qui doivent vérifier la conformité des stratégies mises en place à la **Politique de couverture**.

Cette activité doit également faire l'objet de rapports périodiques garantissant que les activités de couverture bénéficient d'un niveau de surveillance approprié et permettant au Comité de pilotage de s'appuyer sur les informations et les réflexions fournies régulièrement par les différentes parties prenantes (départements achat, vente, finance, trésorerie, etc.) pour ajuster les paramètres décisionnels selon les besoins.

Ces rapports incluent généralement les positions ouvertes et les mesures de risque, y compris les indicateurs de risque extrême tels que la Value-at-Risk, ainsi que des scénarios de stress.

AVERTISSEMENTS

Les informations contenues dans l'annexe 6 de la présente circulaire ne sont pas considérées comme étant un conseil en investissement ou une recommandation de conclure des transactions de couverture.

Cette annexe n'engage pas la responsabilité de la Banque Centrale de Tunisie dans les décisions de gestion prises par l'opérateur économique.