

Mémoire de fin d'Etudes

Thème :

Les OPCVM en Tunisie : Rôle dans la Mobilisation de l'Epargne et Exposition au Risque de Marché

Présenté et soutenu par :

HABBACHI Kaouther

Encadré par :

Mme. Dorra HMAIED

Etudiant(e) parrainé(e) par :

DGF

Dédicaces

Avec un énorme plaisir, un cœur ouvert et une immense

Joie, que je dédie mon travail :

A mes chers, respectueux et chaleureux parents qui m'ont

soutenue tout au long de ma vie

A mes sœurs et mon frère,

A ma copine Rihab.

A toute personnes qui m'ont encouragée ou aidé au long de

mes études



Kaouther

Remerciements

Je tiens à exprimer ma profonde gratitude et mes vifs remerciements à l'administration et à l'ensemble du corps enseignant de l'I.F.I.D pour avoir assuré le bon déroulement de notre formation.

*J'adresse mes plus profonds remerciements à Madame **HMAIED Dorra**, pour avoir accepté d'assurer l'encadrement de mon mémoire de Fin d'Etudes, et pour m'avoir orienté, aidé et conseillé.*

*Je remercie, vivement, Madame **CHIBOUB Sarra**, mon tuteur au Ministère des Finances, et Monsieur **KALLEL Wadii** pour leur aide précieuse, leur disponibilité, ainsi que leurs conseils judicieux qui ont assuré le bon déroulement de ce travail.*

*Je tiens, également, à exprimer ma gratitude envers Monsieur **ELLOUMI Sabeur**, de « Tunisie Valeurs » et Madame **SAIDI Raoudha**, de « BNA Capitaux » pour toutes leurs directives, leur soutien et leurs précieuses recommandations.*

*J'adresse, encore, mes sincères remerciements à Monsieur **KHZAMI Lotfi**, de la « **BVMT** » pour son accueil, sa disponibilité et son attention.*

Je remercie, vivement chaleureusement, Messieurs les membres du Jury, qui ont bien voulu accepter d'évaluer ce travail.

SOMMAIRE

INTRODUCTION GÉNÉRALE	1
CHAPITRE I. LES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIFS EN VALEURS MOBILIERES : MISE EN CONTEXTE	4
INTRODUCTION	4
SECTION I : LE DEVELOPPEMENT DES « OPCVM » DANS LE MONDE	4
SECTION II. LES « OPCVM » : EVOLUTION, PERFORMANCE & FACTEURS DE REUSSITE : AVIS DES AUTEURS	10
SECTION III. CARACTERISTIQUES DE L'INDUSTRIE TUNISIENNE DES OPCVM	12
CONCLUSION	24
CHAPITRE II. LA MOBILISATION DE L'ÉPARGNE A TRAVERS LES OPCVM A L'ECHELLE NATIONALE ET INTERNATIONALE	26
INTRODUCTION	26
SECTION I. RÔLE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ET INDIVIDUELS DANS LA MOBILISATION DE L'EPARGNE DES OPCVM DANS LE MONDE	27
SECTION II : RÔLE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ET INDIVIDUELS DANS LA MOBILISATION DE L'EPARGNE A TRAVERS LES OPCVM EN TUNISIE	38
SECTION III. ENQUETE SUR LES MECANISMES D'AMELIORATION DE LA MOBILISATION DE TUNISIEN A TRAVERS LES OPCVM	46
CONCLUSION	63
CHAPITRE III. EXPOSITION DES OPCVM AU RISQUE DE MARCHE : ADAPTATION DE LA MODELISATION « VALUE AT RISK » A DES PORTEFEUILLES D'OPCVM : CAS DE TUNISIE VALEURS	65
INTRODUCTION	65
SECTION I. EXPOSITION DES OPCVM AUX RISQUES DE MARCHE : SOUBASSEMENTS THEORIQUE ET JURIDIQUE	66
SECTION II. LA « VaR » : DEFINITION, FONDEMENTS JURIDIQUES, APPROCHES DE MESURE, AVANTAGES ET LIMITES	75

SECTION III- VALIDATION EMPIRIQUE DE LA « VaR » SUR DES PORTEFEUILLES D'OPCVM : CAS DE TUNISIE VALEURS	82
CONCLUSION	102
CONCLUSION GÉNÉRALE	104
BIBLIOGRAPHIE	107
ANNEXES	110

Liste des Tableaux

Tableau N°1 : Evolution des actifs nets gérés par les OPCVM aux niveaux mondial et européen	7
Tableau n° 2 : avantages et inconvénients des différentes approches de mesure de la var	81
Tableau N° 3. Démarche de mesure du risque de marché par la VaR pour un portefeuille d'OPCVM	83
Tableau n° 4. Caractéristiques des OPCVM de l'échantillon	89
Tableau N°5. Statistiques descriptives des Valeurs Liquidatives	89
Tableau N°6. Résultats du test de normalité de Jarque Bera	91
Tableau N°7. Résultats de la VaR historique sur un horizon d'un jour (en%)	94
Tableau N°8. Test de « LOG-LIKLIHOOD RATIO »	98
Tableau N°9. Résultats de la VaR Paramétrique sur un horizon d'un jour (en%)	98
Tableau N°10 : Résultats du Test de la Couverture Inconditionnelle de Kupiec (1995)	100
Tableau N°11 : Résultats du Test d'Independence de Kupiec (1995)	101
Tableau N° 12 : Résultats du Test de Kupiec (1995) et de Christoffersen (1998)	101

Liste des Figures

Graphique N°1. Répartition de l'Actif Sous Gestion des FCP dans le Monde, 2015	8
Graphique N°2. La répartition des FCP dans le monde selon leurs types	9
Graphique N°3. Actifs à long terme des FCP, en proportion du PIB	9
Graphique N°4. Répartition de l'Actif Net des FCP américains en 2014 (Total de l'actif net = 15,9 trillions d'USD)	28
Graphique N°5. Importance des Fonds Monétaires dans les investissements des institutionnels (valeurs en Millions d'USD, Année 2014)	29
Graphique N°6. Actif mobilisé par types d'investisseurs institutionnels aux USA en 2014	29
Graphique N°7. Répartition de l'épargne retraite au 31/12/ 2014 (Mt en Mds€)	30
Graphique N°8. Evolution de la structure de l'actif net des OPCVM par détenteur	32
Graphique N°9. Différentes sources qui favorisent l'investissement de ménages des FCP	35
Graphique N°10. Flux Nets des placements financiers des ménages (Mt en Millions d'EUR)	37
Graphique N°11. Evolution des dépenses et des recettes des prestations servis par la CNSS	40
Graphique N°12. Evolution de l'actif net (en Mdt) de la CNRPS	41
Graphique N°13. Positionnement de la Tunisie dans le monde selon le Taux de pénétration de la branche Assurance Vie	43
Graphique N°14. Répartition des Part et Actions investis dans les OPCVM entre l'ANV et AV en 2014, (Mt en MD)	43
Graphique N°15. Evolution de l'investissement dans les FCP (les Mutuelles), (Mt en MD)	44
Graphique N°16. Evolution des Actifs Gérés par Gestionnaire d'actifs (31/12/2014 / 30/09/2016)	48
Graphique N°17. Part de marché cumulée des différents gestionnaires d'OPCVM	48
Graphique N° 18. Répartition de la part de l'Actif Géré des OPCVM par Gestionnaire d'Actifs en 2016	49
Graphique N°19. Répartition des Actifs Gérés par Classes d'Actifs, 2015	50
Graphique N°20. Répartition des Actifs Gérés par Produits, 2015	50

Graphique N° 21. Evolution de la répartition de l'Actif Géré entre Individuels et institutionnels	51
Graphique N°22. Répartition Générale de l'Actif Géré entre investisseurs individuels et institutionnels en 2015 (Montants en MDT)	52
Graphique N° 23. Les Motifs de Placement Des Investisseurs individuels (en % Des Réponses Des Gestionnaires D'Actifs)	53
Graphique n° 24. Les motifs de placement des investisseurs institutionnels (en % des réponses des gestionnaires d'actifs)	53
Graphique n° 25. Les contraintes de placement des investisseurs individuels (en % des réponses des gestionnaires d'actifs)	54
Graphique n° 26. Les contraintes de placement des investisseurs institutionnels (en % des réponses des gestionnaires d'actifs)	54
Graphique N°27. Répartition de l'Actif Géré Global des OPCVM mixtes	88
Graphique N° 28. VaR historique versus les rendements de FCP 01 (en %)	95
Graphique N° 29. VaR historique versus les rendements de FCP CEA 02 (en %)	95
Graphique N° 30. VaR historique versus les rendements de SICAV 01 (en %)	95
Graphique N° 31. VaR Paramétrique versus les rendements de FCP 01 (en %)	99
Graphique N° 32. VaR Paramétrique versus les rendements de FCP CEA 02 (en %)	99
Graphique N° 33. VaR Paramétrique versus les rendements de SICAV 01 (en %)	99

INTRODUCTION GÉNÉRALE

Personne ne peut nier l'importance considérable de la contribution de l'épargne au renforcement de la croissance et à l'amélioration de la productivité. En effet, Certains admettent qu'il n'y a pas de statut sans croissance, il n'y pas de croissance sans investissement, il n'y pas d'investissement sans financement et il n'y pas de financement sans épargne. L'épargne demeure, ainsi, un stimulant crucial de la croissance économique dans les pays en voie de développement comme dans les pays développés. En effet, une épargne abondante et régulière permet à un pays de réaliser une croissance soutenue. « L'épargne détermine, dans une large mesure, le taux de croissance de la productivité et du revenu. En général, les pays en croissance rapide ont des taux d'épargne plus élevés que les pays à croissance lente »¹. Il est à noter que le taux d'épargne moyen des pays émergents est de l'ordre de 33%. Ce taux est de 14% en Turquie, 10% en Jordanie, 15% en Tunisie, 17% au Maroc et 13% en Afrique de Sud².

En Tunisie, comme dans le monde, la gamme des placements disponibles est étendue, autrement dit, les véhicules susceptibles d'assurer la concentration des capitaux et leur canalisation vers le financement de l'économie sont variés. Ainsi, tout épargnant a la possibilité d'acheter ou de vendre instantanément ses titres en valeurs mobilières au prix qui sera déterminé sur le marché boursier suite à la confrontation entre l'offre et la demande. Cependant, Cette opportunité n'est pas à la portée de tout le monde. « Le placement demeure un art complexe »³. En effet, son accomplissement sollicite, au moins, la réunion de deux conditions fondamentales. D'un côté, une connaissance approfondie de la société dont on achète les titres, d'un autre côté, une diversification des placements afin de minimiser tout risque survenu.

De cela est née l'idée d'instaurer une forme de placement et une méthode de gestion collective de capitaux au lieu d'un placement individuel. Cette technique est inspirée du modèle français, calqué à son tour sur le principe anglo-saxon des « Investment Funds ». Dans ce cadre, la création des OPCVM vise à permettre à l'investisseur de bénéficier des services des gestionnaires professionnels qui investissent les sommes qui leur sont confiées dans un ensemble de valeurs mobilières, pour l'essentiel des actions et des obligations, dans l'optique de les faire fructifier dans des conditions de gestion optimales de performance et de sécurité

¹ L'épargne intérieure au Maroc, Abdessamad Kacimi, 2001

² Des données qui concernent l'année 2012

³ Dynamisation du marché financier régional de l'UEMOA, quelle contribution des OPCVM ?, 2011

grâce à la diversification des risques. Ces capitaux gérés de manière collective forment, en fait, une partie importante de la capitalisation boursière. En Tunisie, le poids des actifs gérés dans la capitalisation boursière est relativement faible puisqu'il ne représente qu'environ 4%, dont les OPCVM, ne détiennent que 1,24% ce qui est très faible par rapport avec d'autres pays « 24% en France, environ 5% au Maroc ». De ce fait, la problématique de réticence des OPCVM en termes de contribution dans la mobilisation de l'épargne sur le marché financier tunisien est, sérieusement, posée.

Le marché financier tunisien présente plusieurs spécificités qui le distinguent d'autres marchés. Ce dernier permet de garantir la sécurité des transactions grâce à l'existence d'un système électronique de gestion des ordres et d'une société de compensation et de règlement des transactions. Néanmoins, ce dernier présente quelques carences qui sont, notamment, l'absence d'instruments sophistiqués de gestion de risque, l'insuffisance de la protection des minoritaires et la volatilité exubérante des rendements de certains actifs.

Face à l'instabilité et à l'insuffisance de la sécurité du marché financier, les différents acteurs qui y interviennent, entre autre les OPCVM doivent adopter des stratégies fiables permettant de disposer d'un positionnement clair en termes d'univers de risque et d'objectif de performance. Les portefeuilles OPCVM sont, soit constitués uniquement de titres de créance ou de titres de propriété ou soit les deux à la fois et dans tous les cas le risque de volatilité des variables du marché existe. En effet, toute variabilité des taux d'intérêt des obligations ou des cours des actions affecte automatiquement la valeur liquidative de l'OPCVM et affecte par la suite son rendement et sa performance.

Dans ce cadre, une commission⁴ qui regroupe un ensemble d'experts tunisiens a étudié, l'impact d'une variation des taux d'intérêt sur le volume des actifs gérés des OPCVM. Les résultats montrent que si tous les taux enregistraient une baisse concomitante de 5 points de base, les actifs gérés des OPCVM connaîtront une hausse de l'ordre de 1,612%. En conséquence, toutes ces menaces nous incitent à poser une autre problématique à savoir l'exposition des OPCVM, en Tunisie, au risque de marché. Plusieurs études portant sur les différentes techniques de mesure du risque de marché ont permis de mettre en évidence l'importance cruciale de la Value at Risk « VaR » en tant qu'une mesure fiable de ce

⁴ Rapport de la commission chargée de l'étude de l'impact sur les OPCVM de l'adoption de la méthode actuarielle pour l'évaluation des obligations et valeurs assimilées, 2004

risque. Cependant, vu que la VaR est, habituellement, appliquée par les banques, nous avons eu la curiosité de l'appliquer sur des portefeuilles d'OPCVM.

Les OPCVM occupent une position centrale au niveau du marché financier. Ils constituent un outil fondamental pour son développement. Ainsi, le présent mémoire prend le temps de répondre aux questions suivantes :

- **Quelle est le rôle des OPCVM dans la mobilisation de l'épargne sur le marché financier tunisien ?**
- **Comment se manifeste l'exposition des OPCVM tunisiens au risque de marché ?**
- **Comment adopter la modélisation VaR au contexte des OPCVM ?**

Afin de répondre à ces questions, nous nous sommes attardés, dans un premier chapitre, sur des généralités sur les OPCVM qui concernent leur genèse dans le monde ainsi que leurs spécificités juridiques, fiscales et managériales selon le cadre réglementaire tunisien.

Notre deuxième chapitre a pour vocation de présenter les principaux piliers de la mobilisation de l'épargne permettant ainsi aux OPCVM tunisiens de jouer efficacement leurs rôles. Dans le but de situer ce rôle par rapport à celui des OPCVM dans le monde, nous avons adopté la présentation des expériences des Etats Unis, de l'Europe ainsi que du Maroc. Au niveau de ce chapitre, nous avons pris le temps, également, de s'attarder sur la présentation des résultats d'une enquête effectuée sur un échantillon de gestionnaires d'OPCVM.

Le troisième et le dernier chapitre a surligné, dans une première section, les fondements juridiques et théorique du sujet d'exposition des OPCVM au risque de marché, en Tunisie, en Europe et au Maroc. Les deux dernières sections du chapitre sont consacrées à la présentation de la méthodologie ainsi que les résultats de l'adaptation de la VaR sur des portefeuilles d'OPCVM de « Tunisie Valeurs ». L'étude est validée, par la suite, par un Back-testing.

CHAPITRE I. LES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIFS EN VALEURS MOBILIERES : MISE EN CONTEXTE



SECTION I : LE DEVELOPPEMENT DES « OPCVM » DANS LE MONDE



SECTION II. LES « OPCVM » : EVOLUTION, PERFORMANCE & FACTEURS DE REUSSITE : AVIS DES AUTEURS



SECTION III. CARACTERISTIQUES DE L'INDUSTRIE TUNISIENNE DES OPCVM

CHAPITRE I. LES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIFS EN VALEURS MOBILIERES : MISE EN CONTEXTE

INTRODUCTION

Une économie basée sur l'intermédiation financière est capable d'empêcher une gouvernance collective et efficiente (Hellwig, 1998 ; Wegner et Korserer, 1998). Cependant, un marché financier performant joue un rôle important dans la transmission d'une information saine et pertinente aux investisseurs. Ainsi, la mise en valeur du marché financier en tant que source de financement va contribuer à enrichir les choix de financement et donc favoriser la performance économique. « Par conséquent, les marchés sont en mesure de réduire l'inefficience associée aux banques et donc favoriser la croissance économique »⁵. Un nombre de produits financiers sont offerts et qui visent notamment l'augmentation de l'offre de valeurs mobilières afin de mobiliser la liquidité nationale et éventuellement l'investissement étranger. Les Organismes de Placement Collectifs en Valeurs Mobilières « OPCVM » sont des produits offerts sur le marché qui présentent des caractéristiques que nous proposerons détailler au niveau de ce chapitre. Ainsi, ce premier chapitre aura pour mission de mettre la notion d'OPCVM dans son contexte général. Nous commencerons par la saisie de son cadre international: Origine et poids dans les marchés financiers internationaux. Par la suite, nous présenterons quelques travaux pour des auteurs qui ont mis en exergue le sujet d'OPCVM. Enfin, nous évoquerons les caractéristiques des OPCVM dans le cadre tunisien.

SECTION I : LE DEVELOPPEMENT DES « OPCVM » DANS LE MONDE

Les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM) sont des organismes dont la mission principale est la collecte d'épargne qu'ils l'investissent, par la suite, dans des valeurs mobilières suivant des objectifs d'investissement bien déterminés.

Depuis la fin des années 70, les OPCVM ont connu un succès considérable, et ont mérité d'être des acteurs majeurs des marchés financiers. Les OPCVM sont basés sur le principe de

⁵ Association Professionnelle Tunisienne des Banques et des Etablissements Financiers, Financement Bancaire et Croissance Economique,

la délégation de la gestion. En effet, la décision d'un investisseur de confier la gestion de ses fonds à des gestionnaires de portefeuille est justifiée par la connaissance qu'un gestionnaire possède un professionnalisme qui lui permet de déceler les meilleurs placements et donc de maximiser son rendement. À l'échelle mondiale, les OPCVM ont connu une croissance marquée ces dernières années et jouent, désormais, un rôle important dans de nombreux marchés de titres. Les « FCP » prennent de plus en plus d'importance sur les marchés financiers internationaux. À titre d'exemple, les fonds américains détiennent maintenant 20%⁶ des obligations de sociétés américaines et des obligations étrangères appartenant à des résidents américains. Au niveau de cette section, nous présenterons, d'abord, les conditions de naissance des OPCVM. Ensuite, nous essaierons de saisir leurs poids dans le monde.

I-1. SURVOL HISTORIQUE DES OPCVM

Il ya unanimité sur l'incertitude de l'origine exacte des OPCVM en tant que technique de gestion collective de valeurs mobilières. De nombreux pays se débattent l'origine de ces organismes. Par ailleurs, l'Ecosse a joué un rôle important dans la mise en œuvre et le développement de la formule de placement collectif des capitaux. En effet, ce sont les Ecossais qui ont inventé la formule du « Fonds Fermé » vers 1870.

Par ailleurs, autres pensent que la première forme d'OPCVM a apparue en 1774, « Ketwich Adriaan Van », un marchand néerlandais, était le premier qui a mis sur pied un FCP à capital fixe nommé « Eendragt Maakt Magt », ce qui signifie l'union fait la force. Il s'agit d'un FCP à un nombre fixe de parts en circulation et qui sont négociés sur la bourse au même titre que les actions. Au début, 2 000 parts du fonds « Eendragt Maakt Magt », ont été vendues à des investisseurs, pour postérieurement être négociées sur les marchés publics. Vers la fin des années 1700 les FCP à capital fixe sont devenus très populaires dans l'Europe de l'Ouest, ensuite sur le continent de l'Amérique aux alentours des années 1890. L'expérience des placements collectifs en valeurs mobilières a commencé par une participation qui n'était liée que par un simple contrat. C'est à partir de l'année 1863, date de démarrage de l'expérience anglaise, que les premiers fonds avaient été conçus sous forme du « TRUST » au sens juridique du terme.

La création de la première société d'investissement était en 1922. L'activité de ces sociétés était concentrée dans les opérations de banque et dans l'acquisition de participation

⁶ Les fonds communs de placement canadiens à capital variable : Evaluation des vulnérabilités potentielles, Banque du Canada, Revue du système financier, Juin 2015

dominantes dans plusieurs autres sociétés, chose qui la prit le caractère exclusif d'une société d'investissement et non de placement. L'Ecosse semble avoir été le début des sociétés d'investissement. Mais ces institutions se sont rapidement propagées à travers la plupart des pays : dans l'Europe Continentale, l'Allemagne, la Suisse, la Belgique et le Luxembourg, les pays bas, l'Italie et l'Autriche, l'Union sud-africaine et le Japon.

En 1924, aux États-Unis, le premier FCP à capital variable le « Boston Personal Property Trust » a vu le jour, ce dernier, avait un actif sous jacent de 50 000 \$US et qui s'est rapidement passé à 392 000 \$US au bout seulement d'une année. Actuellement, la grande majorité des FCP est à capital variable c'est à dire dont les parts en circulation sont illimitées et donc émises et rachetées sur demande. Le développement sous forme sociétaire des fonds de placement « Open End Compagnies » s'est fait aux Etats Unis dans le cadre du droit commun américain des sociétés. Les fonds « Open End Investment compagnies » constitués sous forme de « Corporations » ne se présentèrent pas comme des SICAV au vrai sens du terme, leurs promoteurs, en fait, n'ont pas le souci d'ajouter à leur capital un caractère de variabilité.

En Europe, le développement des placements collectifs en valeurs mobilières ne s'est développé qu'à partir du 20^{ième} siècle. « En Suisse, l'adoption de cette formule ne s'est fait qu'après la crise de 1929. L'initiative du premier fonds suisse de placement collectif en valeurs mobilières était lancée en 1930 par la société internationale de placement (SIP) »⁷.

L'idée de « l'investissement en commun » en Allemagne a commencé par l'initiative d'une société à responsabilité limité qui a créé des fonds qui sont juridiquement inspirés du « Trust ». À la différence des expériences précédemment citées qui mettaient le « Trust » comme base juridique pour la mise en œuvre de la formule de placement collectif, le modèle italien était de type « Closed-End » ou Société à Capital Fixe.

En France, l'apparition et le développement des organismes de placement collectifs « OPC » était trop en retard par rapport aux expériences précédentes. « Malgré l'importance des richesses accumulaient avant 1914, second pays après la Grande Bretagne, la France était marquée par une absence presque totale de sociétés de placement jusqu'à la récente apparition

⁷ Le contrôle au sein des OPCVM : Etude comparative entre le droit français et marocain, 2011

des sociétés d'investissement »⁸. En effet, les premiers OPC sont apparus, en France, en 1945 sous la forme de sociétés d'investissement à capital fixe (SICAF).

I-2. L'INDUSTRIE INTERNATIONALE DES OPCVM

A fin septembre 2014, si l'on tient compte des marchés où l'industrie des OPCVM est assez développée, la France consolide sa troisième place, avec une part de marché de 16,7%, derrière le Royaume-Uni (19,9%) et l'Allemagne (18,5%).

En termes de domiciliation d'OPCVM, le Luxembourg « centre off shore » dont les activités sont centrées sur la domiciliation et l'administration de fonds garde son premier rang en Europe avec une part de marché de 27,2%. La France occupe désormais la 3^{ème} place « 14,3% », derrière l'Irlande « 14,5% » et est suivie de près par l'Allemagne qui occupe la quatrième place (13,9%). Les OPCVM ont connu une évolution notable ces dernières années. L'évolution de leurs actifs nets gérés aux niveaux mondial et européen est illustrée dans le tableau ci-dessous.

Tableau N°1 : Evolution des actifs nets gérés par les OPCVM aux niveaux mondial et européen

	Valeur au 31/12 (Unité : milliards d'euros)					Part relative					Variation annuelle moyenne		
	2002	2008	2009	2013	2014	2002	2008	2009	2013	2014	2008/02	2014/08	2014/02
Etats-Unis	6 094	6 901	7 714	10 889	13 057	56.4%	50.8%	48.4%	50.0%	50.5%	2.1%	11.2%	6.6%
Luxembourg	767	1 337	1 592	2 198	2 643	7.1%	9.8%	10.0%	10.1%	10.2%	9.7%	12.0%	10.9%
Australie	340	604	832	1 178	1 319	3.1%	4.4%	5.2%	5.4%	5.1%	10.1%	13.9%	12.0%
Irlande	239	518	597	1 044	1 274	2.2%	3.8%	3.8%	4.8%	4.9%	13.8%	16.2%	15.0%
France	806	1 143	1 253	1 111	1 146	7.5%	8.4%	7.9%	5.1%	4.4%	6.0%	0.0%	3.0%
5 principaux pays	8 244	10 503	11 989	16 419	19 439	76.3%	77.3%	75.3%	75.4%	75.2%	4.1%	10.8%	7.4%
Europe	3 302	4 477	5 238	6 798	7 979	30.6%	32.9%	32.9%	31.2%	30.9%	5.2%	10.1%	7.6%
Monde	10 798	13 595	15 928	21 790	25 847	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	3.9%	11.3%	7.5%

Source : Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques, 2015

Le tableau montre l'importance de l'industrie américaine en termes de volume d'actifs nets gérés par les OPCVM. En effet ; les États-Unis occupent la position incontestée de leader mondial Avec 13.057 milliards d'euros d'actifs nets gérés à la fin de l'année 2014 et une part de marché de 50.5%. Le Luxembourg arrive en 2^{ème} place, avec une part de marché de 10.2% ce qui correspond à 2.643 milliards d'euros, suivi de l'Australie avec 5.1%, de l'Irlande « 4.9% » et de la France « 4.4% ».

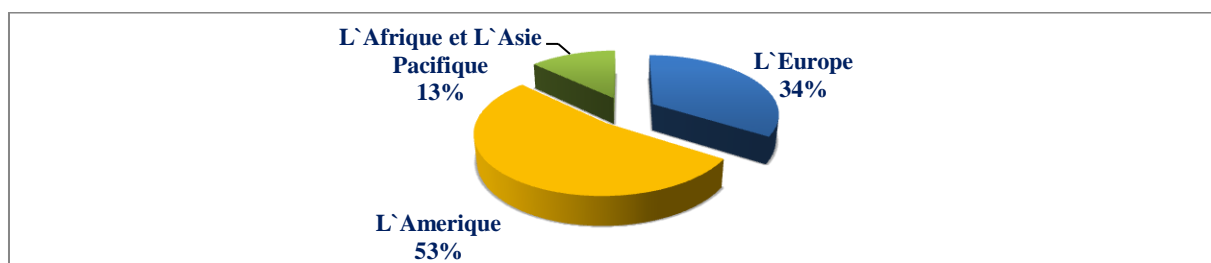
⁸ Idem

Il est important de signaler que trois quarts des actifs nets détenus par les OPCVM au niveau mondial sont concentrés sur ces cinq pays, parmi lesquels l'Irlande qui affiche le taux de croissance annuel moyen le plus élevé entre 2002 et 2014 « 15% ». Avec ce taux elle est près de deux fois plus dynamique que la moyenne mondiale « 7.5% » et précède l'Australie « 12% » et le Luxembourg « 10.9% ».

Entre 2002 et 2014, la France chute de la 2ème à la 5ème place et perd plus de 3 points de pourcentage « PP » en termes de part de marché. Les pays européens, face à la prééminence des États-Unis, n'arrivent pas à gagner en importance au niveau mondial : fin 2014, leur part relative n'atteint que 30.9% (c'est-à-dire plus 0.3 PP sur 12 ans).

« À l'époque, Ippolito (1986) estimait qu'à l'an 2000, l'actif sous gestion total des FCP aux États-Unis serait de 2 billions de \$US. Son erreur était alors de 100 % puisqu'il se situait aux alentours de 4 billions de \$US à cette année »⁹. A l'échelle internationale, l'industrie des FCP s'est beaucoup évoluée. Ainsi, durant les dix dernières années, leur actif sous gestion est passé de 11,32 à 26,84 billions de \$US. La répartition de cet actif selon l'IIFA, « International Investment Fonds Association » durant le quatrième trimestre de l'année 2015, est illustrée dans le graphique Ci-dessous.

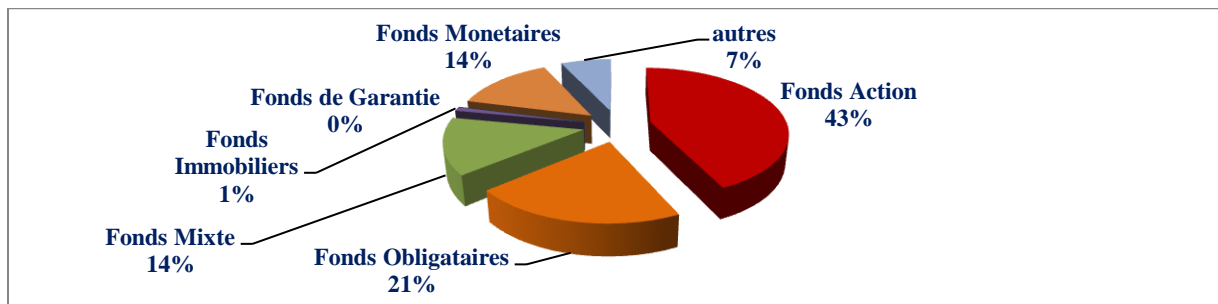
Graphique N°1. Répartition de l'Actif Sous Gestion des FCP dans le Monde, 2015



Source : Auteur

Comme l'indique le graphique N°1, l'Amérique domine à l'échelle mondiale l'industrie des FCP, avec une part modeste de l'ordre de 13 % en Afrique et Asie Pacifique. La répartition selon le type de fonds à l'échelle internationale est illustrée ci-dessous selon la même source à savoir l'IIFA. La part dominante dans le monde est celle des Fonds Action.

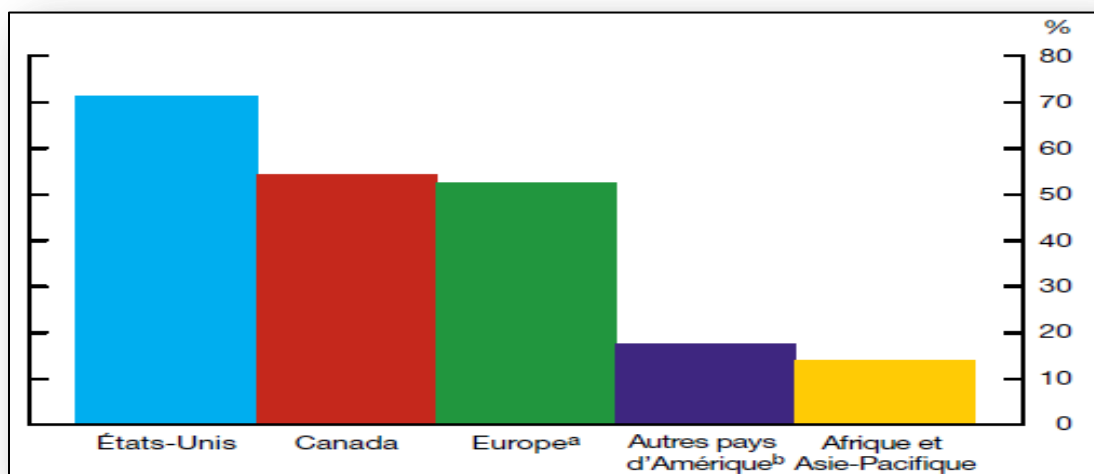
Graphique N°2. La répartition des FCP dans le monde selon leurs types



Source : Auteur

Les OPCVM contribuent par la mobilisation de l'épargne sur les marchés financiers à créer de la richesse. Cependant cette contribution se diffère d'un pays à l'autre selon notamment, le degré de développement de l'industrie des OPCVM. En effet, la taille relative du marché des FCP dans chaque pays dépend réellement de plusieurs facteurs jugés structurels, comme les politiques touchant les pensions et les impôts, de même que le cadre réglementaire. Ci-dessous, nous présenterons la part des Actifs à long terme des FCP en proportion du PIB aux Etats Unis, en Europe, au Canada et en Afrique.

Graphique N°3. Actifs à long terme des FCP, en proportion du PIB



Sources : Investment Company Institute, 2014

Le graphique montre que les FCP canadiens représentent une fraction moins importante du PIB par rapport aux fonds américains. La valeur des actifs à long terme des FCP canadiens

s'élevait à 1,1 billion de dollars canadiens en décembre 2014¹⁰, soit environ 54 % du PIB du Canada. Par comparaison, la valeur des actifs à long terme des FCP américains représentait plus de 70 % du PIB des États-Unis en 2014.

Après avoir présenté les caractéristiques de l'industrie mondiale des OPCVM, nous présenterons l'avis de quelques auteurs qui ont surligné le sujet des OPCVM.

SECTION II. LES « OPCVM » : EVOLUTION, PERFORMANCE & FACTEURS DE REUSSITE : AVIS DES AUTEURS

L'un des phénomènes financiers les plus intéressants des années 1990 dans le monde était la croissance explosive des OPCVM. Cela était notamment vrai aux États-Unis où les actifs nets totaux des OPCVM ont augmenté de 1,6 trillion d'USD en 1992 à 5,5 trillions d'USD en 1998¹¹, ce qui équivaut à un taux de croissance annuel moyen de 22,4 %. Pour le reste du monde, et avec l'exception de certains pays d'Asie de l'Est (y compris le Japon), la plupart des pays ont assisté ce boom.

Dans ce cadre (**Victor Sulla, 2016**), s'est penché dans son article « The Global Groth of Mutual Fuds » à présenter l'évolution de l'industrie des FCP aux Etat Unis et en Europe tout en explicitant les facteurs qui l'expliquent. Selon l'article ces facteurs sont le taux important de la contribution de ménage dans l'industrie des FCP, la mondialisation croissante de la finance, l'expansion de la présence de grands groupes financiers multinationaux dans un grand nombre de pays, la forte performance des marchés d'actions et d'obligations tout au long de la plupart des années 1990 et l'aspect vieillissement démographique qui caractérise la population de la plupart des pays à revenu moyen et élevé qui sont souvent à la recherche d'instruments financiers garantis et liquides, mais promettent, également, des rendements élevés à long terme, par un nombre croissant d'investisseurs.

Les deux industries de FCP, américaine et européenne sont leaders dans le monde. Il est intéressant de comparer entre elles, **Otten et Schweitzer (2002)**, ont constaté que l'industrie

¹⁰ Les fonds communs de placement canadiens à capital variable, évaluation des vulnérabilités potentielles Sandra Ramirez, et Jimenez Witmer, 2014

¹¹ Investment Company Institute, Décembre 2014

européenne accuse celle américaine à l'égard de total des actifs, la taille moyenne des fonds et de l'importance du marché des capitaux.

Le développement et la robustesse de l'industrie des FCP est tributaire, en fait, à divers facteurs relatifs, entre autre, aux caractéristiques propres du pays. Dans son article « Explaining the size of the mutual fund industry around the world », (**khorana, 2005**) a étudié l'industrie des FCP dans 56 pays. Il a constaté de même que l'industrie des fonds est plus développée dans les pays où les règles et les lois sont plus strictes et où les droits des investisseurs sont mieux protégés.

L'industrie est également plus étendue dans les pays dont la population est plus riche et plus instruite, où l'industrie des FCP est plus ancienne et donc les coûts de transaction sont plus faibles et dans lesquelles des régimes de retraite à cotisations sont plus répandus. De même l'article a montré que l'industrie est peu développée dans les pays où il ya assez de barrières à l'entrée, nous citons principalement les pays émergents qui restent, malheureusement, décalés par rapport au grand essor des pays développés. A titre d'exemple, l'Egypte est un pays où les FCP ne sont pas assez développés.

L'importance des FCP justifie l'énorme quantité d'études publiées dans la presse financière et le milieu universitaire. Les questions qui obtiennent plus d'attention sont principalement la mesure et les attributions de la performance, Voir, par exemple, parmi beaucoup d'auteurs, (**Brown et al, 1992**), (**Carhart, 1997**), (**Ferson et Schadt, 1996**), et (**Grinblatt et Titman, 1989**).

(**Miguel A. Ferreira, António F. Miguel et Sofia Ramos, 2006**) dans leur article «The Determinants of Mutual Fund Performance » ont étudié la performance des FCP dans le monde entier en utilisant un échantillon de 10.568 fonds actions de 19 pays entre 1999 et 2005. Les résultats montrent que les grands fonds ont tendance à être plus performants ce qui suggère la présence d'importantes économies d'échelle. En cas d'investissement à l'étranger, les jeunes fonds sont plus susceptibles d'obtenir de meilleures performances. L'article conclut, que la performance est plus élevée dans les fonds où les frais sont plus élevés et qui sont gérés par un gestionnaire individuel plus expérimenté.

De même l'article a montré que la performance des FCP est meilleure dans les pays où les institutions juridiques sont plus solides, et le marché financier est plus liquide. Le rôle important des FCP sur les marchés émergents soulève aussi la nécessité d'étudier les facteurs

à l'origine de leur performance dans ces marchés. (Azmi, 2008) s'est intéressé dans son article « Mutual Funds Performance : Does Gender Matter in an Emerging Market », d'étudier la performance et la croissance des FCP en Egypte. L'auteur a indiqué que l'industrie des FCP égyptiens est caractérisée, principalement, par le rôle dominant des banques en termes de la mise en place des fonds. Selon l'auteur, le pourcentage des FCP établis en Egypte par les banques (Banques publiques et privées) est de 92% ; seulement 2 FCP sont mis en place par des organisations non-bancaires.

Après avoir abordé l'industrie des OPCVM à l'échelle internationale, nous l'évoquerons, au niveau de la section suivante, en Tunisie.

SECTION III. CARACTERISTIQUES DE L'INDUSTRIE TUNISIENNE DES OPCVM

Le marché de l'épargne collective tunisien a continué à être dominé par les unités obligataires qui détiennent 88 % des actifs nets de l'ensemble des OPCVM en activité, soit 3884 MDT à fin 2015¹². Le marché demeure, également, marqué par une forte concentration, comme on témoigne la détention de 10 organismes de types obligataire d'environ 76% de l'ensemble des actifs nets. Sur un autre plan, les actifs nets des OPCVM se sont maintenus pratiquement au même niveau que l'année précédente en totalisant 4700.781MDT, à fin septembre 2016 contre 4 368,4 MDT, en 2014. La catégorie dominante, en terme de nombre, des OPCVM est celle des OPCVM mixtes (70%), alors que celle des OPCVM actions ne représente que 0.28 % du total OPCVM tunisiens. Cependant, en termes d'actif net, celui des OPCVM obligataires est dominant dans l'actif net global.

Le premier trimestre 2015 a enregistré l'entrée en activité de 5 nouvelles unités; ce qui a porté le nombre total des OPCVM à 124 unités dont 82 sont des FCP¹³. L'industrie des OPCVM compte en majorité des FCP, ces derniers représentent 64% du nombre total des OPCVM. L'industrie des FCP a continué son évolution jusqu'à aujourd'hui; le dernier FCP, qui a été créé, était « FCP AL HIKMA » et ce le 19 Janvier 2016. Nous procéderons, au niveau de la présente section, à définir la notion d'OPCVM, présenter les différentes typologies de leur

¹² Dernière physionomie des OPCVM en Tunisie, septembre 2016

¹³ Dont 3 FCP de garantis, 2 FCP indiciels et 3 FCP actions

classification et déterminer les principales règles de leur organisation et de leur fonctionnement.

II-1. LES OPCVM : DEFINITION, ORGANISATION ET FONCTIONNEMENT

Le premier OPCVM qui a été créé en Tunisie est «Tunisie Sicav», une sicav obligataire en date de 20-07-1992. Le nombre d'OPCVM a connu, en Tunisie, une légère augmentation entre 2015 et 2016. En effet, il s'est élevé à 125 unités à fin septembre 2016 contre 119 unités en 2014. L'actif net détenu par les OPCVM en activité en 2016 s'est évolué de 7.6 % par rapport à son niveau atteint à fin 2015. Ci-après, nous procéderons à définir, classifier et dégager les différentes caractéristiques des OPCVM, selon la réglementation tunisienne.

II-1-1. DEFINITION ET TYPOLOGIES DES OPCVM

A- Définition

Selon l'article premier du code des OPC¹⁴ : « Sont considérés comme organismes de placement collectif : les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (qui comprennent les sociétés d'investissement à capital variable et les fonds communs de placement en valeurs mobilières) et les fonds communs de créances ». Au niveau de ce travail, nous nous concentrons sur la première catégorie à savoir les OPCVM.

B- Classification des OPCVM

Les OPCVM sont classés en plusieurs groupes selon les critères suivants : la forme juridique, le support de placement et l'objectif.

a. Classification des OPCVM selon la forme juridique

Selon leurs formes juridiques, on distingue les FCP et les SICAV:

- Les Fonds Communs de Placement « FCP »

Selon la Loi n° 2001-83 du 24 juillet 2001 portant promulgation du code des organismes de placement collectif « OPC » : « Le fonds commun de placement en valeurs mobilières est une copropriété de valeurs mobilières ». Le montant minimum que le fonds commun doit réunir lors de sa constitution est fixé à 100 000 dinars. Il n'a pas la personnalité morale.

¹⁴ Organismes des Placements Collectifs

- Les Société d'Investissement à capital variable « SICAV »

Les SICAV sont des sociétés anonymes ayant pour objet la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières et dont les actions sont émises et rachetées à tout moment à la demande des actionnaires. Elles ont été créées pour la première fois, en Tunisie, dans les années soixante dans le cadre de la loi n° 68-11 du 7 mai 1968 telle que modifiée par la loi n° 69-49 du 26 juillet 1969 mais, concrètement, les premières SICAV n'ont pas pu être, effectivement, constituées qu'avec la loi n° 88-92 du 2 août 1988. Actuellement, elles sont régies par le Titre I du code des OPC promulgué par la loi n° 2001-83 du 24 juillet 2001.

b. Classification des OPCVM selon le support de placement¹⁵

Selon le support de placement, on distingue :

- **OPCVM Obligataire** : l'investissement se réalise sur des obligations, le revenu perçu est régulier et constant. Ce type d'OPCVM est sensible aux variations de taux d'intérêt. Toute baisse de ces derniers fait monter le cours des obligations, par la suite la valeur des parts des OPCVM. En revanche, toute hausse des taux est défavorable aux SICAV et FCP obligataires.
- **OPCVM Action** : l'investissement porte sur des actions, ce type de FCP profite de la diversification du risque qui se répartisse sur une multitude d'entreprises. L'objectif est d'obtenir des performances supérieures aux placements classiques (livrets, épargne logement) tout en limitant le risque.
- **OPCVM Mixte** : Les fonds sont investis sur plusieurs catégories de titres « Obligation et Actions » pour mieux répartir le risque lié à ces marchés, en recherchant les meilleures performances.

c. Classification selon les Objectifs

Les OPCVM se distinguent selon qu'elles ont un objectif de distribution des gains ou de capitalisation des gains :

¹⁵ En Tunisie, nous ne disposons pas encore des OPCVM monétaires

- **Les OPCVM de Distribution** : Les revenus sont distribués annuellement sous la forme de dividendes.
- **Les OPCVM de capitalisation** : Les revenus sont réinvestis dans le portefeuille et augmentent la valeur liquidative du fonds.

II-1-2. ORGANISATION ET FONCTIONNEMENT DES OPCVM

A- Cadre Réglementaire des OPCVM

Le code des OPC s'inscrit dans le cadre des réformes entamées par le législateur tunisien, visant la restructuration de l'économie tunisienne à travers la fondation des mécanismes de marché et la modernisation du marché financier. Depuis 1988, le marché financier a, en effet, connu un développement sans précédent grâce à la mise en place de plusieurs instruments juridiques¹⁶. A travers la création des OPCVM, le législateur tunisien visait la mise en place d'un instrument efficace et qui, par ailleurs, a fait ses témoignages dans d'autres pays, permettant la participation au financement de l'économie à travers la collecte de l'épargne privée et son affectation dans le marché financier. « Cet instrument a permis, en outre, l'introduction des notions de collectivisation de l'épargne et de sa gestion ».¹⁷

B- Style de Gestion des OPCVM

La structure de fonctionnement des OPCVM est très souple, en effet, il n'existe pas d'assemblée pas de conseil ni de personnel. Un OPCVM est constitué à l'initiative conjointe du Gestionnaire et du Dépositaire, ces derniers établissent le règlement intérieur qui fixe la

¹⁶

- La loi n° 88-92 du 2 août 1988 sur les sociétés d'investissement ;
- La loi n° 89-49 du 8 mars 1989 relative au marché financier ;
- La loi n° 92-107 du 16 novembre 1992 portant institution de nouveaux produits financiers pour la mobilisation de l'épargne ;
- La loi n° 94-117 du 14 novembre 1994 portant réorganisation du marché financier ;
- La loi n° 94-118 du 14 novembre 1994 complétant la loi n° 92-107 du 16 novembre 1992 ;
- La loi n° 95-87 du 30 octobre 1995, modifiant et complétant la loi n° 88-92 du 2 août 1988 ;
- La loi n° 99-92 du 17 août 1999 portant relance du marché financier ;
- La loi n° 2001-83 du 24 juillet 2001 portant promulgation du code des organismes de placement collectif.
- La loi de finance 2016

¹⁷ Mohamed Neji Hergli, la comptabilité des SICAV

durée de l'OPCVM et les droits et obligations des porteurs de parts et du gestionnaire. Il est à noter que les fonctions de gestionnaire et de dépositaire ne peuvent être cumulées au titre d'un même OPCVM.

a- Le Dépositaire : Selon la loi n° 2001-83 du Code des OPC, ce dernier peut être une banque ou l'une des personnes morales ayant leur siège social en Tunisie et figurant sur une liste fixée par arrêté du ministre des finances. Le dépositaire doit s'assurer de la conformité des décisions prises par les responsables du fond ou du gestionnaire aux lois et règlements en vigueur et aux statuts ou au règlement intérieur du fond.

b- Le Gestionnaire d'actifs : Il a pour rôles d'investir au nom et pour le compte de l'OPCVM les sommes, ainsi recueillies, dans une ou plusieurs classes d'actifs en se basant sur différentes stratégies ou techniques de gestion. En effet, il n'est pas aisé de pouvoir constituer et gérer un portefeuille d'actifs. Le Gestionnaire dispose quant à lui de logiciels spécifiques et de toutes les informations en temps réel pour optimiser les placements.

c- Le courtier « L'intermédiaire en bourse » : Les OPCVM doivent nécessairement passer par un intermédiaire en bourse pour le placement de leurs ordres d'investissement ou de désinvestissement. Les intermédiaires en bourse sont responsables à l'égard de leurs clients de la livraison et du paiement de ce qu'ils vendent et achètent sur le marché (article 59 de la loi n° 94-117).

C- Mode de fonctionnement des OPCVM

Le fonctionnement des OPCVM est le résultat d'un équilibre entre l'actif et le passif. D'une part, les souscripteurs apportent de l'argent qui constitue un apport d'actif. En contre partie, ils reçoivent des actions/parts des OPCVM. Cet argent va être, par la suite, investi sur le marché financier dans des valeurs mobilières (actions ou/et obligations) ou dans des titres émis ou garantis par l'Etat. Après avoir effectué le placement, il y a lieu de valoriser l'actif pour permettre d'effectuer les opérations au lendemain. Cette valorisation s'accomplit en déterminant le montant réel de l'actif de la société réduit des dettes qui, divisé par le nombre de titres en circulation, permet d'obtenir la valeur liquidative¹⁸.

¹⁸ Nous attarderons dans le dernier chapitre sur les différents modes d'évaluation de la VL

D- Caractéristiques essentielles des OPCVM

Les OPCVM revêtent des caractéristiques d'ordres fiscales, juridiques, et comptables.

a. Caractéristiques fiscales

Ces caractéristiques sont le principe d'imposition et le régime fiscal.

- Principe d'imposition

La fiscalité des OPCVM repose sur le principe du *régime de la transparence fiscale* qui consiste à imposer les actionnaires comme s'ils disposaient eux-mêmes d'un portefeuille de valeurs mobilières.

- Régime fiscal

La loi n° 88-92 du 2 août 1988 prévoit un ensemble d'exonérations d'impôts et taxes. Les OPCVM ne bénéficient, selon l'article 46 du code de l'I.R.P.P et de l'I.S, plus que de l'exonération au titre de l'impôt sur les sociétés. Toutefois, « les revenus de capitaux mobiliers réalisés par les personnes morales non soumises à l'impôt sur les sociétés ou qui en sont totalement exonérées en vertu de la législation en vigueur ainsi que les revenus de capitaux mobiliers réalisés par le fonds commun de placement en valeurs mobilières prévu par la loi n° 2001-83 du 24 juillet 2001, portant promulgation du code des organismes de placement collectif sont soumis à une retenue à la source définitive et non susceptible de restitution au taux de 20%. Cette retenue est opérée par la personne qui paie ces revenus ».¹⁹

Toutefois, à partir du 1^{er} janvier 2015 et en application des dispositions de l'article 19 de la loi n° 2013-54 du 30 décembre 2013, portant loi de finances pour l'année 2014, « les bénéfices distribués par les sociétés²⁰, les revenus des parts des fonds communs de placement en valeurs mobilières, des parts des fonds d'amorçage et des parts des fonds communs de placement à risque sont soumis à l'imposition sur le revenu moyennant une retenue à la source libératoire²¹ au taux de 5% ».

¹⁹ Article 52 du code de l'I.R.P.P et de l'I.S

²⁰ Personnes morales soumises à l'IS y compris les bénéfices soumis au taux d'IS réduit de 10% et les bénéfices distribués par des personnes morales n'ayant pas subi l'impôt.

²¹ Le terme « libératoire » désigne que le bénéficiaire des dividendes est tenu de les déclarer sans pour autant subir une imposition au titre des revenus distribués en tant que revenus de valeurs mobilières sauf s'il veut bénéficier de la déduction de la retenue à la source opérée, dans ce cas le revenu provenant des dividendes ne sera pas intégré dans le revenu global mais il sera traité à part pour les besoins du calcul de l'impôt dû. Toutefois, lorsque le bénéficiaire est une personne non résidente non établie en Tunisie il n'est pas tenu de déposer une déclaration au titre des dividendes reçus sauf s'il veut bénéficier de la déduction de la retenue à la source opérée.

b. Les Caractéristiques Juridiques des OPCVM

Nous présentons les caractéristiques juridiques des SICAV puis nous évoquons ceux des FCP.

- Cas des SICAV

- ✓ **Constitution** : La constitution d'une SICAV est tributaire à l'obtention d'un agrément délivré par le Conseil du Marché Financier « CMF ». Ainsi, les fondateurs des SICAV doivent déposer une demande accompagnée de documents dont la liste est fixée par règlement du CMF²². Le CMF donne suite à la demande d'agrément dans un délai maximum de 3 mois à compter de la date de dépôt de la demande accompagnée des documents nécessaires.
- ✓ **Le capital** : Selon l'article 3 du code des OPC, « Le capital des sociétés d'investissement à capital variable ne peut, à la constitution, être inférieur à un million de dinars. Le montant minimum du capital au-dessous duquel il ne peut être procédé au rachat d'actions autorisé par l'article 5 du présent code, ne peut être inférieur à cent mille dinars. Le conseil d'administration ou le directoire de la société doit procéder à sa dissolution lorsque son capital demeure, pendant quatre-vingt-dix jours, inférieur à un million de dinars ». La spécificité essentielle des SICAV au plan juridique consiste en *la variabilité du capital*. En effet, le législateur vise permettre aux actionnaires d'entrer et de sortir de la société le plus facilement possible. Cette spécificité signifie que le capital est susceptible d'augmenter suite à l'émission

Les dividendes reçus par les personnes morales soumises à l'impôt sur les sociétés restent déductibles de l'assiette de l'IS étant donné que l'article 19 de la loi de finances 2014 a supprimé le point 10 de l'article 38 (relatif à l'exonération des dividendes reçus par les personnes physiques) et n'a pas modifié les termes de l'article 48 paragraphe III (relatif à la déduction des dividendes reçus par les personnes morales).

La retenue à la source reste du même si le montant des bénéfices distribués est inférieur à 10 000 dinars (le bénéfice de l'avantage de la déduction s'effectue au niveau du bénéficiaire et non pas au niveau de la société distributrice)

²² Dans la pratique, et en l'absence d'un règlement du marché financier traitant du sujet, la demande d'agrément est accompagnée notamment des documents suivants:

- Projet des statuts de la société à créer;
- Fiches signalétiques des fondateurs;
- Liste des actionnaires ayant, chacun plus de 5% du capital.

La demande d'agrément devra essentiellement préciser :

- L'objet social
- Le montant envisagé du capital social
- Le nombre d'actions à créer
- Le dépositaire officiel agréé
- Le gestionnaire

En plus, la demande doit être accompagnée des projets de statuts ainsi que d'une note exposant les particularités de la SICAV envisagée (orientation du portefeuille, clientèle recherchée, limitation éventuelle des placements...), la liste des fondateurs et de leurs apports, les membres de son Conseil d'administration ou de son directoire, et ses modalités de gestion.

d'actions nouvelles et de se réduire suite au rachat par cette même société d'actions reprises aux détenteurs qui en font la demande. En vertu des dispositions des articles 4 et 23 du code des OPC, la variabilité du capital dépend :

- ✓ Des souscriptions qui entraînent une augmentation du capital²³
- ✓ Des rachats ou cessions qui entraînent une diminution du capital,
- ✓ De la variation de l'évaluation de certains éléments de l'actif,
- ✓ De l'imputation d'une certaine catégorie de charges.

Les souscriptions et les rachats s'opèrent sur la base d'une valeur liquidative, majorée éventuellement d'une commission versée à la SICAV qui en rétrocède tout ou partie à l'organisme dépositaire²⁴.

- Cas des FCP

Selon l'article 12 du code des OPC, le montant minimum que le fonds commun de placement en valeurs mobilières doit réunir lors de sa constitution est fixé à cent mille dinars.

Dans un FCP, les droits des copropriétaires sont exprimés en parts ; chaque part correspond à une même fraction de l'actif du FCP. Ces parts sont des valeurs mobilières dont le nombre s'accroît par la souscription de nouvelles parts et diminue du fait du rachat par le FCP de parts antérieurement souscrites. Cependant, il ne peut pas émettre de parts nouvelles aussitôt que la valeur d'origine des parts en circulation atteint une valeur de cinquante millions de dinars²⁵. De même, il ne peut pas racheter des parts antérieurement souscrites si la valeur d'origine des parts en circulation diminue jusqu'à cinquante mille dinars. Et, lorsque la valeur de l'actif net du fond demeure, pendant quatre-vingt-dix jours, inférieure à cent mille dinars, le gestionnaire doit procéder à la dissolution du fonds. On note que :

²³ Les augmentations de capital dans les SICAV ne confèrent pas de droit préférentiel de souscription aux actionnaires,

²⁴ Les statuts des SICAV peuvent prévoir la possibilité pour le Conseil d'administration ou le Directoire de suspendre, momentanément, et après avis du commissaire aux comptes les opérations de rachat ainsi que les opérations d'émission quand des circonstances exceptionnelles l'exigent ou si l'intérêt des actionnaires le commande ; à charge pour ces statuts de fixer les conditions de la prise de la décision de suspension et de prévoir l'obligation d'en informer les actionnaires selon des modalités fixées par les statuts

²⁵ Décret n° 2001-2278 du 25 septembre 2001

- **Le prix d'émission** est égal à la valeur liquidative²⁶ de la part, augmenté des frais et commission fixés par le règlement intérieur du fond.
- **Le prix de Rachat** est égal à la valeur liquidative de la part diminuée des frais et commissions. Le rachat de parts se réalise exclusivement en numéraire. Il est réglé dans un délai fixé par le règlement intérieur du fonds.

c. Caractéristiques comptables des OPCVM

Sur le plan comptable, les OPCVM revêtent un certain nombre de caractéristiques originales qui peuvent, parfois, remettre en cause certains principes comptables de base des entreprises industrielles et commerciales. Ces caractéristiques sont la modification substantielle de la notion de capital, l'évaluation permanente des actifs des OPCVM, la neutralité des émissions et des rachats sur le revenu unitaire et la comptabilisation des frais sur titres dans un compte de capital.

- **Modification substantielle de la notion de capital**

La loi n° 2001-83 du 24 juillet 2001, prévoit que le capital d'un OPCVM est égal à tout moment à la valeur de l'actif net, déduction faite des sommes distribuables²⁷. Ainsi, le capital n'a plus de valeur nominale et devient principalement instable, indépendamment de tout apport ou de tout retrait extérieur. L'article 27 du code des OPC et la norme comptable NC 16 relative à la présentation des états financiers dans les OPCVM ont défini *les sommes distribuables* comme étant égales «au résultat net augmenté du report à nouveau et majoré ou diminué, selon le cas, du solde du compte de régularisation des revenus afférents à l'exercice clos».

- **Evaluation permanente des actifs des OPCVM**

Par référence à la norme comptable N° 17 relative au traitement du portefeuille-titres et des autres opérations effectuées par les OPCVM et qui dédiée à tenir compte de la nature particulière de leur capital, et à préserver l'égalité entre les porteurs, les OPCVM procèdent à un inventaire et à une évaluation permanente de leur patrimoine du fait des émissions et des rachats quotidiens ou périodiques de leurs actions à la valeur intrinsèque. Ainsi, les plus-values latentes, qui doivent être comptabilisées, vont influencer le montant de l'actif net. De

²⁶ La valeur liquidative des parts est établie au moins une fois par mois.

²⁷ Le législateur a mis le capital des OPCVM en relation étroite avec une grandeur qui varie tous les jours en fonction des fluctuations des marchés de valeurs mobilières et supprime du même coup toute référence à sa valeur d'origine.

ce fait, les porteurs qui demandent le rachat de leurs actions ou parts ne sont pas lésés, de même, les souscripteurs qui entrent dans l'OPCVM ne sont pas avantagés.

- Comptabilisation des frais sur titres dans un compte de capital

Par référence à la norme comptable N° 07 relative aux placements, les frais sur titres, comme les commissions d'intermédiaires, les honoraires, les droits et les frais de banque sont comptabilisés dans un compte de charges. Contrairement à cette norme, la norme comptable N° 17, précise que les placements en portefeuille-titres sont pris en compte en comptabilité pour leur prix d'achat frais exclus. Les frais d'achat encourus à l'occasion de l'achat sont imputés en capital.

E. Principes de fonctionnement des OPCVM

Le fonctionnement des OPCVM est fondé sur trois principes majeurs qui sont ; le mécanisme de la valeur liquidative, La composition des actifs, la dispersion des risques et la transparence de l'information.

a. Le mécanisme de la valeur liquidative

Selon l'article 25 du code des OPC, chaque actionnaire/détenteur de parts peut racheter, à tout moment, les actions qu'il détient dans l'OPCVM à la valeur liquidative obtenue en divisant l'actif net de l'OPCVM par le nombre d'actions/de parts en circulation. Cette valeur est liée à la valeur du portefeuille.

b. La composition des actifs

En vertu des dispositions de l'article 29 du code des OPC, les actifs d'un OPCVM doivent être constitués de façon permanente, essentiellement de valeurs mobilières (80%) et à titre accessoire de liquidités (20%).

Sachant que : « Sont considérées comme valeurs mobilières, les actions, les actions à dividende prioritaire sans droit de vote, les certificats d'investissements, les titres participatifs, les obligations convertibles en actions, les parts des fonds commun de placement en valeurs mobilières, les droits rattachés aux valeurs mobilières précitées et les autres instruments

financiers négociables sur des marchés organisés »²⁸. Toutefois, ces valeurs mobilières peuvent être regroupées en deux catégories différentes, à savoir, les titres de capital et les titres de créances.

c. La transparence de l'information

Les OPCVM sont des produits financiers nettement risqués vu les caractéristiques de leur environnement économique et la fréquence des décisions de gestion qu'elles sont appelées à prendre. Ainsi, l'information diffusée par l'OPCVM doit répondre à un double critère de transparence et de rapidité. Les caractéristiques de cette information sont régies par le code des OPC promulgué par la loi n° 2001-83 du 24 juillet 2001.

II-2. OPPORTUNITES ET MENACES D'INVESTISSEMENT DANS LES OPCVM

II-2-1. Les opportunités d'investissement dans les OPCVM

L'investissement dans les OPCVM offre plusieurs avantages aussi bien pour l'investisseur que pour le gestionnaire. Du point de vue investisseur, la gestion de l'OPCVM est assurée par des professionnels qui utilisent des logiciels spécifiques et qui disposent en temps réel de toutes les informations pour optimiser les placements. De même du point de vue gestionnaire d'OPCVM, investir dans un fonds commun de placement permet d'acheter plus de titres financiers qu'en faisant appel à un investisseur indépendant. Dans son étude, Hockin (2004) énonce cinq avantages qu'offrent les OPCVM:

- ✓ L'investissement via les OPCVM permet aux investisseurs de placer leurs capitaux dans une multitude de placements. Ainsi, ils ont la possibilité d'investir dans un portefeuille qui est déjà parfaitement diversifié à un coût faible²⁹.
- ✓ Les investisseurs peu expérimentés peuvent profiter d'une gestion efficace de son portefeuille, c'est-à-dire de l'expertise du gestionnaire dans la sélection des placements³⁰.

²⁸ Article 1er de la loi n° 2000-35 du 21 mars 2000 relative à la dématérialisation des titres

²⁹ La diversification est une règle fondamentale afin d'optimiser les portefeuilles d'investissement en terme de risque et de rendement, en permettant d'obtenir le portefeuille le plus profitable pour un niveau de risque donné. L'idée de la diversification efficiente a été introduite par Markowitz (1952) et complétée par Upson et al. (1975) en démontrant qu'investir dans plus de 30 titres boursiers permet d'éliminer complètement le risque.

- ✓ Les placements dans les OPCVM sont trop liquides, ce qui n'est pas le cas de tous les types de placement. ainsi, il n'y a qu'à penser aux actifs tangibles qui ne sont pas aisément liquidables.
- ✓ Actuellement, les possibilités d'investissement sont quasi infinies, mais ne sont pas toutes aisément accessibles. Notamment, le domaine de l'immobilier nécessite des capitaux initiaux excessivement élevés. Dans le cas des FCP, il est possible d'y investir pour une somme initiale peu élevée³¹, ce qui en facilite son accès pour les investisseurs moins fortunés.
- ✓ la valeur liquidative des parts dans les OPCVM est pour la plupart du temps publiée quotidiennement. Ainsi, cela permet aux investisseurs de faire un suivi facile de leurs rendements.

II-2-2. Les Menaces d'investissement dans les OPCVM

Bien qu'ils offrent plusieurs avantages, les OPCVM peuvent, également faire exposer différents acteurs à une multitude de menaces :

- **Fragiliser le système financier entier**

Les fonds d'investissement jouent un rôle important dans le système financier, en canalisant les ressources vers les marchés de valeurs mobilières qui permettent aux investisseurs de se profiter d'une exposition diversifiée. Dans ce contexte, les régulateurs cherchent à faire en sorte que les actifs d'un fonds soient gérés dans l'intérêt de ses investisseurs et en conformité avec les objectifs du fonds et les règlements auxquels ils sont soumis. Malgré ces protections, la liquidation forcée d'un fond d'investissement qui a une exposition importante et qui joue un rôle crucial dans certains marchés pourrait avoir un effet déstabilisateur sur les autres acteurs du marché et conduire ainsi à fragiliser le système financier entier.

- **Un coût élevé supporté par l'investisseur**

Un autre inconvénient de l'investissement dans un OPCVM réside dans le coût élevé que peut supporter l'investisseur. En effet, Les frais supportés par l'investisseurs viennent déduire directement son rendement. Ainsi, la rémunération procurée par les gestionnaires d'OPCVM

³⁰ Voir, également, Daniel et al. (1997), Wermers (2005) et Bergstresser et al. (2007).

³¹ Par exemple, inférieure à 1 000 \$ au Canada.

est, souvent, remise en question et les frais de gestion rattachés sont critiqués. Dans ce cadre, Khorana et al. (2009) a fourni une approximation des frais totaux qui sont à la charge du détenteur de parts de FCP dans plusieurs pays. Par exemple, au Canada et aux États-Unis, ceux-ci s'élèvent respectivement à 2,41 % et 1,04 % de l'actif sous gestion.

- **Exposition au risque de liquidité³²**

Le service de transformation de la liquidité et des échéances assuré par les grands fonds à capital variable pourrait être dans certaines circonstances une source de défaillance. En effet, dans le cas où le fond ne dispose pas de liquidités et d'autres actifs liquides en quantité suffisante pour faire face à une forte hausse des demandes de remboursement cela peut générer un risque de liquidité grave. Ainsi, ce manque de liquidités risque d'entraîner des ventes d'actifs en catastrophe et donc causer des pertes pour les investisseurs, les créanciers et les contreparties comme les banques commerciales.

L'exposition des OPCVM aux risques demeure une préoccupation majeure chez les organes de tutelle du marché. Dans ce cadre, « Le Conseil de Stabilité Financière et l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (CSF-OICV, 2015), de même que l'Office de la Recherche Financière (OFR, 2013) aux États-Unis, ont exprimé leurs appréhensions, inquiets à l'idée que les vulnérabilités des OPCVM puissent être des canaux pour la transmission de tensions à l'ensemble du système financier. À leur tour, ces effets pourraient amplifier les chocs à l'intérieur des marchés financiers plus vastes si les expositions des contreparties, et les fonds en cause, sont de grande taille »³³. Cette problématique sera, en fait, l'objet de notre dernier chapitre.

CONCLUSION

Notre premier chapitre a pour vocation de mettre les OPCVM dans leur cadre général ; connaître d'abord, leur genèse, leur poids dans le monde. Nous avons, également, évoqué les travaux de différents auteurs qui ont surligné le thème des OPCVM. Par la suite, nous avons abordé leurs caractéristiques dans le contexte tunisien.

³² Les FCP sont exposés également aux risques de marché et de contre partie, la première catégorie de risque sera notre objet pour le troisième chapitre.

³³ Les fonds communs de placement canadiens à capital variable, évaluation des vulnérabilités potentielles Sandra Ramirez, et Jimenez Witmer, 2014

Notre deuxième chapitre, aura pour objet d'analyser les principaux piliers de la mobilisation de l'épargne. Afin de déceler les zones de faiblesse de l'industrie des OPCVM tunisiens, nous proposerons de traiter, les stratégies de mobilisation des deux industries leaders dans le monde à savoir l'industrie Américaine et Européenne et de découvrir, ainsi, le secret de leurs succès. Pour se rapprocher, d'avantage, du cadre tunisien, nous analyserons, à côté de l'industrie des pays développés, celle d'un pays émergent qui sera le Maroc.

CHAPITRE II. LA MOBILISATION DE L'ÉPARGNE A TRAVERS LES OPCVM A L'ECHELLE NATIONALE ET INTERNATIONALE



SECTION I. RÔLE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ET INDIVIDUELS DANS LA MOBILISATION DE L'ÉPARGNE A TRAVERS LES OPCVM DANS LE MONDE



SECTION II. RÔLE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ET INDIVIDUELS DANS LA MOBILISATION DE L'ÉPARGNE A TRAVERS LES OPCVM EN TUNISIE



SECTION III. ENQUETE SUR LES MECANISMES D'AMELIORATION DE LA MOBILISATION DE L'ÉPARGNE A TRAVERS LES OPCVM

CHAPITRE II. LA MOBILISATION DE L'ÉPARGNE A TRAVERS LES OPCVM A L'ECHELLE NATIONALE ET INTERNATIONALE

INTRODUCTION

L'Épargne est une notion économique fondamentale, de par son rôle dans le financement de l'investissement et le maintien de la croissance. L'épargne nationale s'est, considérablement, détériorée au cours de ces dernières années, en passant de 16.44% du PIB la veille de la révolution à un bas niveau de 11.43% en 2014, ce qui a débouché sur un net recul de sa contribution au financement global de l'économie de 30%. En Tunisie, l'épargne gouvernementale n'existe pas puisque le budget est constamment déficitaire. En revanche, l'épargne des sociétés et des ménages sont notamment placées au niveau des banques dans des placements à court terme et dans des OPCVM. La principale caractéristique de l'épargne tunisienne est qu'elle est courte et liquide. L'épargne des institutions financières est placée généralement, sur des produits de courtes maturités comme les livrets et les bons de Trésor qui sont mobilisables à la demande, tout comme le sont les placements dans les OPCVM. Malgré cela, on remarque couramment que cette épargne est gardée pour une période assez longue. Ainsi, un particulier disposant d'un livret d'épargne peut le détenir pendant des années sans procéder à un retrait significatif. Ceci confirme qu'il y a un gisement d'épargne à long terme auprès des épargnants mais celui-ci est investi dans des supports inadaptés³⁴ de court terme.

L'épargne longue paraît prendre un rôle de sauveur, de par la nature de ressources qu'il procure qui peuvent être une source de financement de coût pratiquement négligeable par rapport aux autres sources de financement notamment le crédit bancaire. Il constituera, en fait, la source inévitable de la croissance future, ce qui appelle des actions énergiques pour redresser la barre et atteindre des paliers plus élevés d'épargne en niveau et en structure. L'assurance vie et l'épargne retraite demeurent les deux piliers fondamentaux de promotion de l'épargne longue.

³⁴ Plusieurs raisons ont été avancées par « Smart Finance et GMA Capital Markets, 2002 » pour expliquer cette inadéquation entre la durée de l'épargne et les placements correspondants : (imprévisibilité des besoins de l'épargnant, difficulté de définir un horizon de placement, héritage d'un système de financement à court terme du Trésor relayé par les banques commerciales, culture financière des épargnants, la crainte du risque, le souci de la liquidité.

Les OPCVM demeurent, un instrument important de mobilisation de l'épargne sur le marché financier. Les piliers sur lesquels se base le développement de cette industrie et qui ont un rôle crucial dans le développement de l'épargne longue d'une manière générale, sont les investisseurs institutionnels d'une part à savoir, les caisses de retraite et les compagnies d'assurance et ceux individuels ou particuliers d'autre part. Etant donné que les deux marchés américain et européen sont classés les premiers dans le monde, nous nous proposerons de dévoiler le secret de leur réussite. Ainsi, l'objectif de ce chapitre est d'analyser le rôle des investisseurs institutionnels et individuels entant qu'acteurs basiques de mobilisation de l'épargne à travers l'investissement dans les OPCVM.

Ainsi, nous aborderons dans une première section le rôle des investisseurs individuels et institutionnels dans la mobilisation de l'épargne aux Etats Unis, en Europe et au Maroc. La présentation de ce rôle sur le marché tunisien sera le continu de la deuxième section. Enfin, nous nous occuperons, dans la troisième section, de la présentation du contenu et des résultats d'un questionnaire destiné à un échantillon de gestionnaires d'OPCVM.

SECTION I. RÔLE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ET INDIVIDUELS DANS LA MOBILISATION DE L'EPARGNE DES OPCVM DANS LE MONDE

La demande d'investissement dans les OPCVM est, en partie, liée aux types d'investisseurs. Or la demande des investisseurs est influencée par divers facteurs, principalement la capacité de l'OPCVM d'aider les investisseurs à atteindre leurs objectifs de placement. Par exemple, les ménages américains comptent sur les placements en actions, en obligations, et aux placements hybrides pour atteindre ses objectifs personnels à long terme telles que la préparation à la retraite. Les entreprises et d'autres investisseurs institutionnels, utilisent principalement les fonds du marché monétaire pour la gestion de leur trésorerie. Généralement, l'évolution démographique, l'attitude des investisseurs et les conditions économiques et financières dans le monde entier jouent un rôle important dans la détermination de la demande pour les OPCVM. Nous traiterons, au niveau de cette section, la contribution des investisseurs institutionnels et individuels en Europe, aux Etats Unis puis au Maroc.

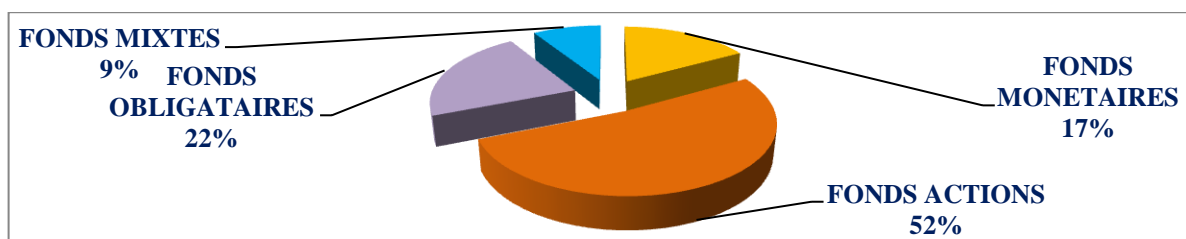
I-1 RÔLE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS DANS LA MOBILISATION DE L'ÉPARGNE DES OPCVM

Selon la littérature académique, les investisseurs institutionnels regroupent essentiellement, quatre types d'institutions : les banques, les fonds d'investissement (les OPCVM), les compagnies d'assurances et les fonds de pension (Capy et Hirigoyen, 2001). L'importance de ces différentes institutions financières se diffère d'un pays à autres. Aux Etats-Unis, Les fonds de pension dominant, en France la première place revient aux OPCVM (Jeffers et Plihon, 2002). Pour traiter l'importance de la contribution des investisseurs institutionnel dans la mobilisation de l'épargne dans les pays développés et émergents, nous avons choisi de nous focaliser, respectivement, sur le marché américain, européen et enfin, marocain.

I-1-1 Rôle des investisseurs institutionnels sur le marché financier américain

Aux Etats Unis, le recours croissant à la gestion déléguée a été souligné initialement, comme une pratique de gestion des fonds de pension américains. Avec près de 16 trillions d'USD d'actifs, l'industrie des OPCVM américain est restée la plus éminente dans le monde en fin d'année 2014. La demande des investisseurs est affectée, en grande partie, par l'amélioration des conditions économiques du pays entre autre le taux d'intérêt, et aux facteurs démographiques. Le graphique ci-dessous illustre une première caractéristique des OPCVM américains à savoir la part dominante des fonds actions dans le total de l'actif net (52 %) et l'existence des fonds monétaires dont la contribution est aussi importante (17%).

Graphique N°4. Répartition de l'Actif Net des FCP américains en 2014 (l'actif net total = 15,9 trillions d'USD)



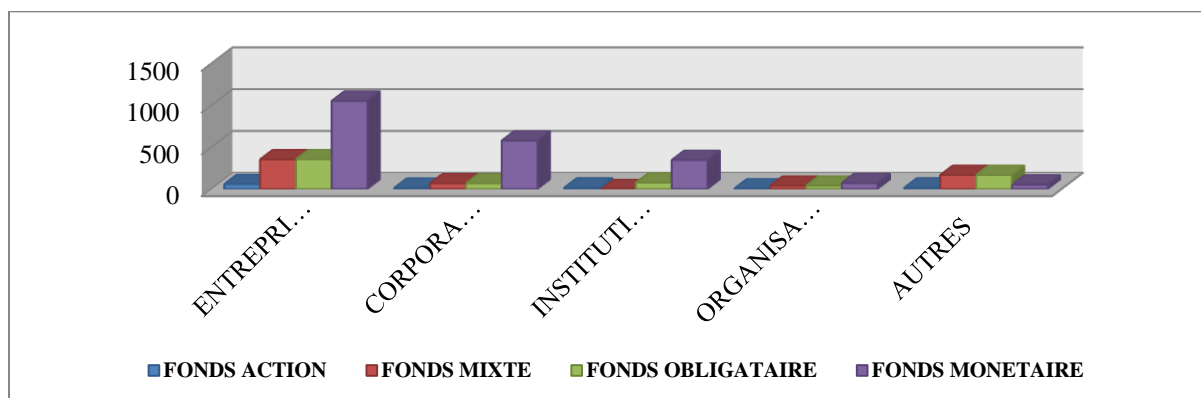
Source : IIFA, 2015

a- Rôle des entreprises, des institutions financières et des organismes à but non lucratif

Les investisseurs institutionnels tels que les entreprises, les institutions financières et les organismes à but non lucratif, ont tenu une partie relativement petite de l'actifs de FCP. L'une

des raisons majeures pour lesquelles les institutionnels utilisent les FCP est la gestion de leurs trésoreries. En effet, ces derniers détiennent une part importante dans l'actif total des FCP, qui a été investies essentiellement dans des fonds monétaires (62%).

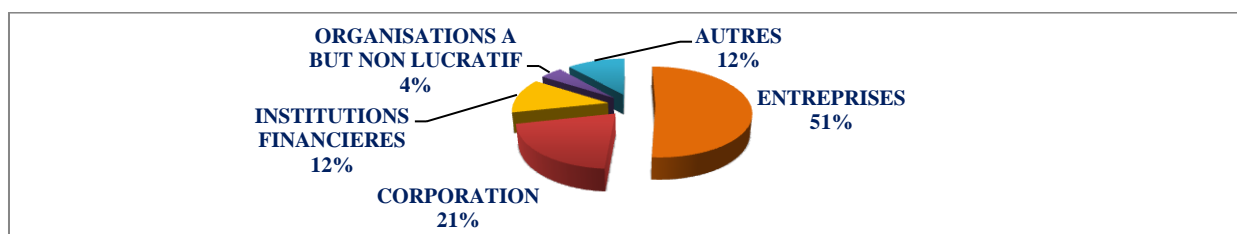
Graphique N°5. Importance des Fonds Monétaires dans les investissements des institutionnels (valeurs en Millions d'USD, Année 2014)



Source: Investment Company Fact Book, 2015

Les investisseurs institutionnels ont une contribution notable dans l'actif total des OPCVM, néanmoins, cette contribution se distingue selon le type de l'investisseurs. Le Graphique ci-dessous présente la répartition des actifs mobilisés par les investisseurs institutionnels³⁵ aux Etats Unis.

Graphique N°6. Actif mobilisé par types d'investisseurs institutionnels aux USA en 2014



Source: Investment Company Fact Book, 2014

Le graphique illustre clairement l'importance des entreprises tant qu'investisseur institutionnel crucial dans les OPCVM et notamment dans les fonds monétaires.

b- Rôle des sociétés d'investissement

Les sociétés d'investissement américaines gèrent à la fin de l'année 2014, 18,2 trillions d'USD d'actifs dont 15,852 trillions d'USD sont investis dans des FCP. Elles ont été parmi

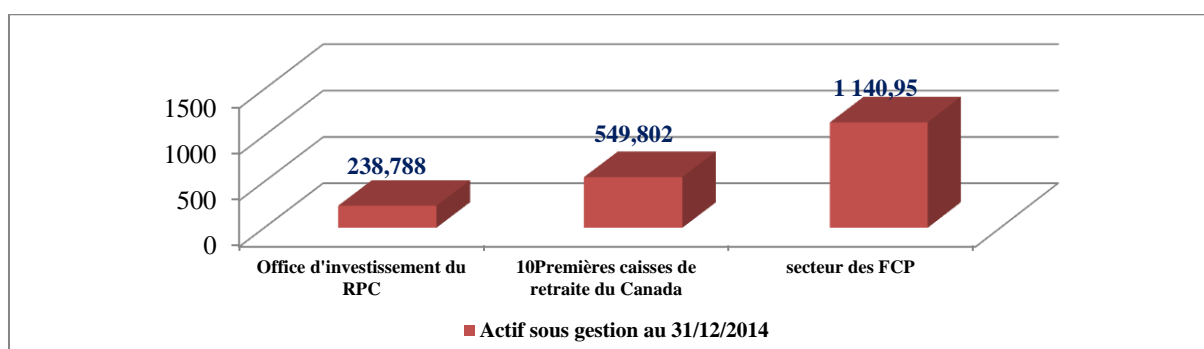
³⁵ Les institutions financières comprennent les établissements de crédit, les clubs d'investissement, les compagnies d'assurance, et d'autres organisations financières. Autres investisseurs institutionnels : Comprendent les gouvernements étatiques et locaux, les fonds détenant des actions de fonds communs de placement et d'autres comptes institutionnels non classifiés

les plus grands investisseurs sur le marché financiers, durant les 20 dernières années. Les sociétés d'investissement dans leur ensemble ont été l'un des plus grands groupes d'investisseurs dans les sociétés américaines, détenant 30 % de leur encours en fin d'année 2014³⁶. A la fin de l'année 2014, les sociétés d'investissement ont détenus 26 % de la dette exonérée d'impôt émis par l'Etat Américaine. Sur la même période les fonds ont tenu 11 % du trésor américain et des titres des agences gouvernementales. Le moteur du pouvoir financier des investisseurs institutionnels américains provient principalement de l'épargne accumulée dans les fonds de pension au titre des régimes d'épargne retraite des salariés américains

c- Le rôle des fonds de retraite

La croissance des comptes individuels de retraite (CIR), des cotisations déterminées (CD), et des plans d'épargne, aux Etats Unis, a expliqué l'augmentation de la dépendance des ménages à l'égard des sociétés d'investissement au cours des deux dernières décennies. À la fin de l'année 2014, les ménages avaient 9,9% de leurs actifs financiers investis dans des plans d'épargne et dans d'autres régimes de retraite (CD), en hausse de 7 % par rapport à 1994. Il faut noter que les fonds communs gèrent 55 % des actifs dans ces plans en 2014, plus que le double, par rapport à 1994. Le graphique ci-dessous, illustre l'importance des FCP dans la mobilisation de l'épargne sur le marché financier, par rapport aux autres organismes de gestion de l'épargne retraite.

Graphique N°7. Répartition de l'épargne retraite au 31/12/ 2014 (Mt en Mds€)



Source: Rapport de l'IFIC (The Investment Funds Institute of Canada), 2015

Nous concluons par la constatation que la demande des investisseurs institutionnels aux Etats Unis, est pilotée par les entreprises, ces dernières optent aux OPCVM pour la gestion de leurs trésoreries à travers essentiellement les fonds monétaires. Les fonds de retraite jouent, de même, un rôle important dans la mobilisation de l'épargne. Est-ce que cela est pareil en Europe ?

³⁶ IIFA, 2015

I-1-2 Rôle de la demande institutionnelle sur le marché financier Européen

Les investisseurs institutionnels, particulièrement les fonds de pension et les sociétés de gestion, sont des investisseurs à long terme. La part des fonds d'investissement dans les marchés boursiers de l'Union Européenne est passée de moins de 10 % dans les années 1990 à 21 % en 2012³⁷. Le rôle que jouent les investisseurs institutionnels à long terme sur les marchés des capitaux européens s'est considérablement accru. Les FCP jouent un rôle essentiel consistant à canaliser l'argent des investisseurs vers l'économie. En effet, le montant de l'actif géré par les FCP s'est évalué en 2015, à plus de 17 000 milliards d'EUR³⁸.

a- Rôle des fonds de retraite

Le changement du régime de retraite a contribué à la croissance de l'industrie des FCP en Europe. En effet, les cotisations déterminées permettent de transférer la charge de la planification financière aux particuliers, qui doivent ainsi, se virer vers des produits financiers, notamment ceux offerts par les courtiers à savoir les fonds de retraites. Le facteur démographique a contribué de même à la promotion des OPCVM en Europe. En effet, l'augmentation rapide de l'espérance de vie a créé le besoin d'avoir une épargne personnelle et de se profiter, ainsi, des prestations de pension de l'État. Ainsi En 2014, selon le dernier rapport de l'AFG, les FCP detiennent environ 60% de l'épargne retraite.

b- Rôle des sociétés de gestion

D'après le derniers rapport de l'AFG, les professionnels de la gestion d'actif gèrent plus de 3200 Millions d'EUR : 1600 Millions d'EUR sous forme de fonds de droits français et plus de 1600 en gestion de mandats et de fonds de droit étranger. En effet, plus de 630 sociétés de gestion de portefeuille exercent leurs activités en France, dont 200 créées ces dernières années. Le dynamisme en matière de création de sociétés de gestion de portefeuille (SGP) s'est confirmée en 2014, leur nombre s'est établi à 634 unités à la fin de cette année. En effet, les deux tiers des créations correspondent à des sociétés spécialisées, notamment immobilières, de titrisation, forestière et de capital investissement.

I-1-3 Rôle de la demande institutionnelle sur le marché financier Marocain

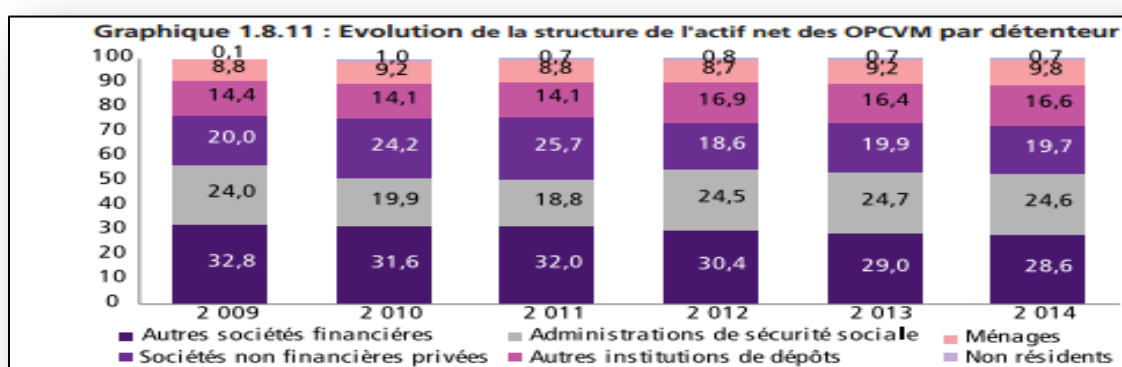
L'industrie des OPCVM, au Maroc, est assez développée. En 2014, Les souscriptions aux titres d'OPCVM ont connu un fort engouement, notamment, pour les fonds obligataires. La ventilation des souscriptions nettes par catégories, montre la prédominance des OPCVM

³⁷ Commission européenne, livre vert, Construire l'union des marchés des capitaux, 2015

³⁸ Idem

obligataires avec une part de 87%. L'industrie des OPCVM marocains est différente de la nôtre par l'existence des fonds monétaires. Ces derniers, ont une part modeste dans l'actif net total en 2014, qui s'est élevée à 24.51%. La structure de l'actif net global est très variée ; elle est répartie entre les sociétés financières et non financières, les administrations de sécurité sociale, les institutions de dépôt, le ménage et les non-résidents. Ci-dessous, un graphique qui illustre l'évolution de la part de chacun.

Graphique N°8. Evolution de la structure de l'actif net des OPCVM par détenteur



Source : Rapport annuel de Bank Al Maghreb, 2014

D'après ce schéma, la contribution des investisseurs institutionnels (Administrations de sécurité sociale, autres institutions de dépôts, sociétés financières et non financières) dans l'actif net est dominante (plus que 80% de l'actif net). Ci-après, nous présenterons les acteurs de la demande institutionnelle au Maroc.

a- Rôle des Caisses de Retraite

La vie sociale des caisses de retraite a été marquée, depuis 1996, par de grandes réformes³⁹ ; la Caisse Marocaine de Retraite « CMR » est devenue un acteur clé du paysage institutionnel de la gestion d'actifs au Maroc. En effet, l'importance des fonds de réserve de la CMR⁴⁰ lui confère un positionnement de « Market Maker » sur le marché financier marocain.

Selon la réglementation marocaine, la CMR peut fructifier les réserves constituées. Ainsi, les excédents dégagés par les régimes des pensions de retraite gérés par la Caisse, peuvent être investis sur le marché financier. Par exemple, la CMR doit investir au minimum 50% de ses réserves dans des Valeurs de l'Etat, valeurs jouissant de la garantie de l'Etat et OPCVM

³⁹ Année de sa réorganisation en établissement public doté de la personnalité morale et de l'autonomie financière

⁴⁰ De 1996 à fin 2012, le fonds de réserve du seul Régime des Pensions Civiles (RPC) est passé de 2 milliards de dirhams (MMDH) à 77.65 MMDH en valeur comptable.

investis exclusivement en valeurs émises ou garanties par l'Etat et 15% dans des Obligations cotées, obligations ayant reçu le visa du CDVM⁴¹, certificats de dépôts, bons de sociétés de financement, billets de trésorerie, OPCVM obligataires et monétaires. Il est important de signaler que l'encours du fonds de réserve de 1998 à 2012 est passé de 2 Mrd MAD à près de 78 Mrd MAD avec un taux de croissance annuel moyen de 30%.

La CNSS investi dans plusieurs fonds auxquels elle délègue la gestion de ces excédents de trésorerie. Elle se comporte, de ce fait, comme un fond de fond. Les fonds dédiés revêtent une grande importance pour la CNSS, vue leur poids dans le portefeuille global, soit plus de 70%. Le portefeuille des fonds dédiés est composé de 9 fonds gérés par 7 sociétés de gestion.

b- Rôle des Compagnies d'Assurance

Le secteur de l'assurance contribue à la croissance et au développement structurel de l'économie marocaine : Il offre une protection directe aux entreprises, leur permettant d'améliorer leur solidité financière, il offre également une protection sociale, en plus de celle de l'Etat, allégeant ainsi la pression sur les finances publiques. Entre 2011 et 2012, l'évolution des primes émises de l'activité assurance vie s'est élevée à 15.2%, alors que celle de l'assurance non vie à 6.3%. En plus de l'activité principale de la « vente de sécurité », les compagnies d'assurance contribuent à la mobilisation de l'épargne sous forme de placement sur le marché financier. En effet, les assureurs en tant qu'investisseurs institutionnels, rassemblent des ressources financières notamment sous forme de primes encaissées et les orientent vers des placements sur le marché financier.

L'épargne drainée par les entreprises d'assurance est une épargne longue. En effet, l'assureur perçoit les cotisations avant la date de survenance du sinistre et il subsiste toujours un certain temps entre la date de survenance et celle de règlement. Ainsi, l'assureur se trouve en possession d'une trésorerie largement excédentaire qu'il doit gérer au mieux. Les compagnies d'assurance investissent dans les OPCVM obligataire à hauteur de 50% des actifs des taux, soit un montant de 26 486,7 MDH. Cette orientation vers les OPCVM obligataires s'explique par la relative faiblesse des risques y afférents⁴². Selon le dernier rapport d'Almaliya, en 2014, l'encours des parts et actions des (OPCVM), affectées aux opérations d'assurances a atteint un

⁴¹ Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières

⁴² 60% des OPCVM obligataires sont détenus par trois entreprises d'assurances du marché.

montant net de 14 895,45 MDH contre 15 025,93 MDH en 2013. La part prédominante (95%) de ces valeurs est représentée par des OPCVM actions.

Le poids de la contribution des investisseurs institutionnels dans l'actif géré des OPCVM est assez important aussi bien aux Etats Unis, en Europe et en Maroc. Nous découvrons, dans la partie suivante, le rôle des investisseurs individuels.

I-2 ROLE DES INVESTISSEURS INDIVIDUELS

L'investissement des particuliers est un segment important du marché financier. Il permet d'apporter un complément indispensable aux investissements institutionnels grâce à la diversité des comportements et de la taille des ordres, et permet, en conséquence d'améliorer la liquidité globale du marché.

I-2-1. Rôle des investisseurs individuels aux Etats Unis

Selon le dernier rapport de « Investment Company Fact Book », les investisseurs individuels à savoir, les ménages ont tenu la grande majorité (89%) de l'actif global des OPCVM. La proportion des actifs détenus par les investisseurs individuels est encore plus élevée (95%) dans les fonds actions, obligations, ou mixtes. Les investisseurs particuliers ont, également, tenu des actifs importants (1,7 billion d'USD) dans les fonds monétaire, mais qui représentent une part relativement faible (12%) du total actifs des OPCVM.

À la mi-2014, environ 90 millions d'investisseurs individuels sont propriétaires de FCP et en fin d'année, ces épargnants détenaient 89 % du total actifs, directement ou par le biais de régimes de retraite. Il est important de signaler que le pourcentage de détention des ménages américains de FCP a augmenté de 45% entre 2000 et 2014. Près des trois quarts des ménages américains, qui investissent dans des FCP, sont des chefs de famille mariés ou vivant avec un partenaire, près de la moitié sont des diplômés, et plus de trois quarts travaillaient à temps plein ou à temps partiel⁴³. En ce qui concerne les motifs pour lesquels le ménage américain investi dans les OPCVM, « Investment Company Institute » et « U.S. Census Bureau. See ICI Research Perspective » ont fournis les chiffres suivants :

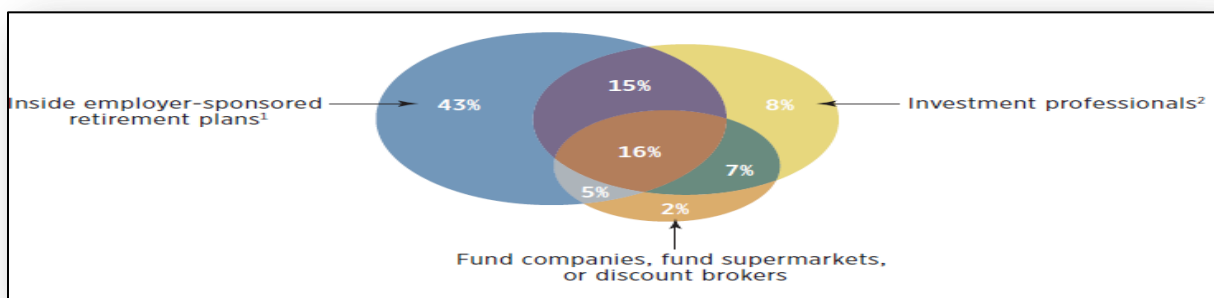
- 91% des ménages épargnent pour leurs retraites
- 49% des ménages épargnent par précaution

⁴³ Statistiques fournies par « Factbook Stat Fonds », 2015

- 49% des ménages épargnent pour réduire leur revenu imposable
- 23% des ménages épargnent pour leur éducation

Le vieillissement de la population des Etats-Unis a joué un rôle important dans la stimulation des entrées des OPCVM obligataires. Des sondages indiquent que la volonté de prendre le risque d'investissements diminue avec l'âge de l'investisseurs⁴⁴. En effet, les investisseurs les plus âgés ont tendance à avoir des soldes plus élevés parce qu'ils ont eu plus de temps pour accumuler de l'épargne. La participation des groupes les plus âgés dans les OPCVM, est très importante combinée avec la tendance des investisseurs qui se rapprochent de la retraite à se déplacer vers un produit à revenu fixe, impliquant une demande sous-jacente pour les fonds obligataires par les investisseurs les plus âgés. Pensons, maintenant, aux différentes sources qui favorisent l'investissement massif des ménages américains des OPCVM. Le graphique ci-dessous illustre clairement que plus que la moitié des détentions des fonds sont réalisées, essentiellement via trois sources :

Graphique N°9. Différentes sources qui favorisent l'investissement de ménages des FCP



Source: ICI Research Perspective, "Characteristics of Mutual Fund Investors, 2014"

Le graphique illustre clairement que la majorité de ménages (43%) investissent dans les FCP dans le cadre des plans de retraite parrainé par leurs employeurs.

Au Canada, l'augmentation rapide de l'espérance de vie veut dire qu'un pourcentage plus élevé de ménages compteront sur leur épargne personnelle et les prestations de pension de l'État. Dans un rapport publié à l'IFIC, McKinsey & Co. a constaté qu'une forte majorité (83 %) de ménages canadiens est sur la bonne voie afin de maintenir leur niveau de vie à la retraite. McKinsey & Co a conclu que les autres Canadiens (17%) principalement des

⁴⁴ Dans un sondage effectué par IIFA en 2014, 25% des ménages, âgés de 35 à 49 ans ont indiqué qu'ils étaient prêts à prendre au-dessus de la moyenne c'est à dire où le risque d'investissement est important. En comparaison, seulement 12 % des personnes âgées de 65 ans et plus étaient prêts à prendre tous types de risques

membres de la classe moyenne connaîtront des difficultés, en raison de leur manque de préparation à l'épargne et non à cause de l'insuffisance des revenus ou des ressources.

Le rapport souligne également que l'épargne des canadiens dans les FCP qui s'élève à 1,200 milliards de dollars est 2,5 fois plus élevée que l'actif géré au sein des régimes de retraite. Le rapport de l'AFG a cité un ensemble d'avis qui peuvent contribuer à élargir le choix de produits de fonds d'investissement et donc à augmenter la participation des particuliers dans les OPCVM :

- Les investisseurs particuliers ne seront enclins à investir sur le marchés financier que si ce marché et les intermédiaires financiers qui s'y trouvent leur inspirent confiance et s'ils pensent pouvoir obtenir sans risque un meilleur rendement de leur épargne.
- Améliorer la connaissance financière des consommateurs permettrait, par ailleurs, à ces derniers de choisir, plus efficacement et plus facilement, des produits financiers et de comparer entre eux ;
- Renforcer la concurrence transfrontière dans le domaine des services financiers de détail pourrait élargir le choix, abaisser le prix et améliorer la qualité des services ;
- Les faibles taux d'intérêt, qui ont eu un impact sur la composition des portefeuilles, encourageant les investisseurs recherchant des rendements plus élevés à s'éloigner des instruments financiers plus sécuritaires.

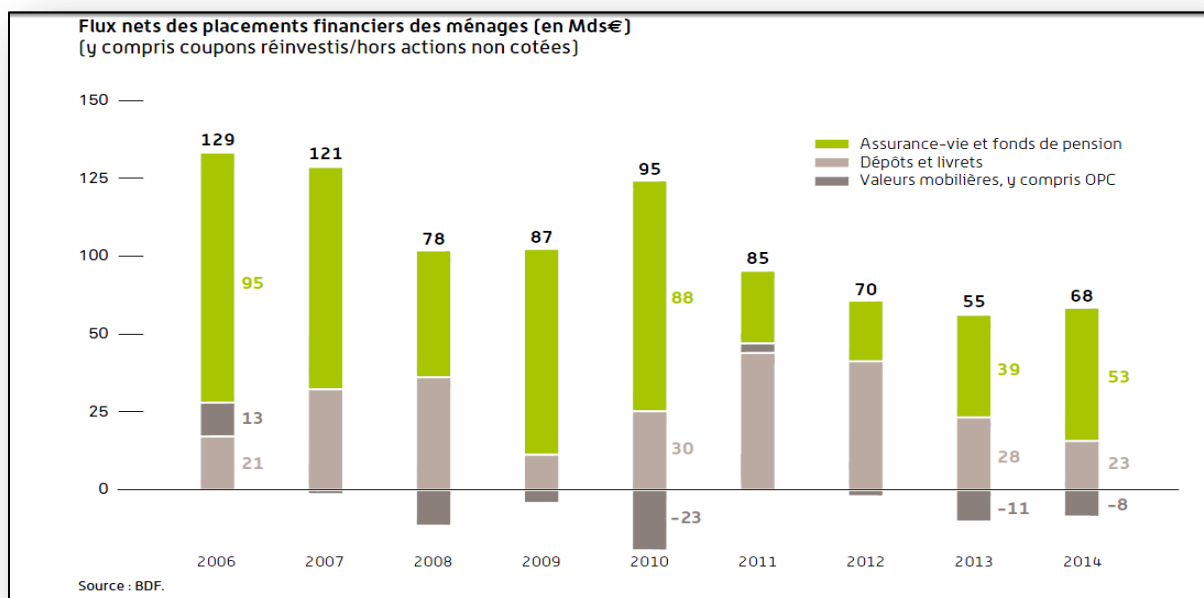
I-2-2. La demande des investisseurs individuels en Europe

Les OPCVM sont un moyen très prisé des investisseurs particuliers en Europe. Néanmoins, le taux de participation directe des investisseurs particuliers reste relativement faible: en 2013, les ménages ne représentaient que 26 % des détenteurs de fonds d'investissement dans la zone euro⁴⁵. Dans l'Union européenne, les investisseurs particuliers sont, généralement, peu préparés à investir directement sur les marchés des capitaux. La majorité d'entre eux préférant les placements collectifs. Les ménages européens détiennent une importante épargne sur des comptes bancaires. Cependant, la baisse des taux de rémunération des dépôts les a incité à moins placer leur patrimoine financier à la banque et davantage dans des titres financiers.

⁴⁵ AFGF, 2015

Le graphique ci-dessous schématise l'évolution des flux nets des placements financiers des ménages entre 2006 et 2014, les flux sont en majorité investis dans les assurances vie et les fonds de pension.

Graphique N°10. Flux Nets des placements financiers des ménages (Mt en Millions d'EUR)



Source : AFGF, 2015

Comme aux Etats Unis, en Europe, l'investissement des ménages dans les OPCVM est simulé essentiellement, par l'épargne retraite. Après avoir abordé la contribution des investisseurs institutionnels et individuels dans les pays développés, en particulier en Europe et aux Etats Unis, nous nous proposerons d'entamer celle du Maroc.

I-2-3. La demande des Investisseurs Individuels au Maroc

La part des ménages dans le total de l'épargne au Maroc est passée de 45% à 37% entre 2013 et 2014. La part a baissé d'un point en 2014. En effet, selon le rapport d'Al Maliya, en 2014, le volume d'épargne des ménages s'est établi à 78 MMDH contre 87 MMDH en 2013. En termes de flux, l'épargne des ménages est dominée par les placements liquides. Pour ce qui concerne les produits d'assurance, leur part dans le total des acquisitions nettes des actifs financiers s'est nettement évoluée, « La hausse de la part des produits d'assurance dans l'épargne financière des ménages confère au secteur d'assurance un rôle croissant en matière de mobilisation et de gestion de l'épargne du long terme, ce qui devrait avoir des effets d'entraînement favorables en matière de financement de l'investissement productif »⁴⁶.

⁴⁶ Rapport d'Al Maliya, 2014

Les deux industries américaine et européenne tirent leur succès principalement de la participation des investisseurs institutionnels notamment les caisses de retraite. En effet, sur un actif global de 16 trillions d'USD aux Etats Unis, 55% sont des actifs placés par les caisses de retraite. En Europe, sur un total de 17 000 milliard d'EUR, 60% sont, également, des actifs investis par les fonds de pension et les caisses de retraite. La contribution des ménages est aussi notable ; aux Etats Unis, le ménage détient 89% de l'actif global des OPCVM. Par ailleurs, 91% des ménages épargnent pour leurs retraites. La contribution des ménages en Europe est beaucoup moins élevée (26%), que celle aux Etats Unis. A noter que les investisseurs institutionnels dans les deux pays investissent plus dans les fonds monétaires.

Le Maroc jouit aussi d'un secteur d'OPCVM solide, qu'à la différence des Etats Unis dont la part des fonds action est dominante, est dominé par les fonds obligataires. Les investisseurs institutionnels, comme les caisses de retraite et les compagnies d'assurance, contribuent également massivement dans l'actif global des OPCVM (Elles investissent dans les OPCVM obligataires à hauteur de 50%). Après avoir dévoilé les principaux repères des industries américaine, européenne et marocaine, nous nous intéresserons au niveau de la prochaine section à la présentation des piliers de l'industrie tunisienne des OPCVM.

SECTION II : RÔLE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ET INDIVIDUELS DANS LA MOBILISATION DE L'EPARGNE A TRAVERS LES OPCVM EN TUNISIE

Avec la dynamisation de la bourse au début des années 1990, le placement boursier a attiré un certain nombre d'épargnants et a donc pu, dans un premier temps, canaliser une partie de l'épargne des ménages. Toutefois, après une brève phase de multiplication des investissements boursiers, il est vite apparu que ces investissements se faisaient essentiellement dans une optique à court terme. En revanche, les produits liquides et qui étaient proches des produits bancaires tels que les SICAV obligataires se sont fortement développés. Aujourd'hui, la vérité générale est le comportement de réticence accrue caractérisant ainsi, la majorité des épargnants tunisiens envers les produits boursiers longs en particulier envers l'investissement dans les OPCVM. Ainsi, l'épargne longue mobilisée et investie en Bourse reste modeste. Ce qui prive l'Etat de bénéficier d'une source de

financement des différents secteurs de l'économie et de réaliser, donc, une croissance forte et soutenue.

Les investisseurs institutionnels et individuels contribuent d'une manière notable dans la mobilisation de l'épargne sur le marché financier à travers leurs placements dans les OPCVM. Une étude qui a été effectuée par SMART Finance⁴⁷ et GMA Capital Markets⁴⁸ en 2002, intitulée « Etude de diagnostic et de recommandations pour le développement des marchés de capitaux en Tunisie ». L'étude a souligné le faible et modeste volume d'épargne longue investie sur la bourse de Tunis. En effet, l'épargnant tunisien ne consacre qu'une partie limitée de son épargne dans des produits boursiers longs.

L'étude avait, en particulier, pour objectif de déceler les sources et la manifestation de la réticence de la mobilisation de l'épargne investie sur le marché financier tunisien, c'est pour cela, il a analysé la demande des investisseurs institutionnels ainsi que individuels des produits d'investissement collectifs boursiers tels que les SICAV, les SICAF, et les FCP. Par ailleurs, l'étude avait pour objet d'examiner les interactions entre la faible adhésion des épargnants aux schémas d'épargne longue et la faible implication des autres catégories d'institutionnels (caisse de retraite, assurances ...) en Bourse. Dans ce cadre les auteurs ont procédé à un benchmark entre le marché financier tunisien et celui d'un échantillon de pays développés comme la France, les Etats Unis, l'Allemagne, la Grande Bretagne ..., et émergents comme l'Egypte, le Chili, le Mexique, la Turquie ...etc. Nous présenterons, au niveau de cette partie, le rôle des investisseurs institutionnels et individuels en Tunisie.

II-1. ROLE DE LA DEMANDE INSTITUTIONNELLE DANS LA MOBILISATION DE L'EPARGNE

L'existence d'un marché financier robuste constitue une source de financement considérable pour l'économie, que son développement demeure une question importante. Les investisseurs institutionnels, en particulier, jouent un rôle capital dans la mobilisation de l'épargne et donc dans la promotion du marché financier. Actuellement, les principaux investisseurs sur le

⁴⁷ Une société de conseil qui s'est spécialisée dans l'analyse financière des sociétés cotées à la bourse de Tunis, le conseil des investisseurs institutionnels étrangers pour leurs investissements de portefeuille et l'ingénierie financière pour le compte de sociétés privées tunisiennes et étrangères.

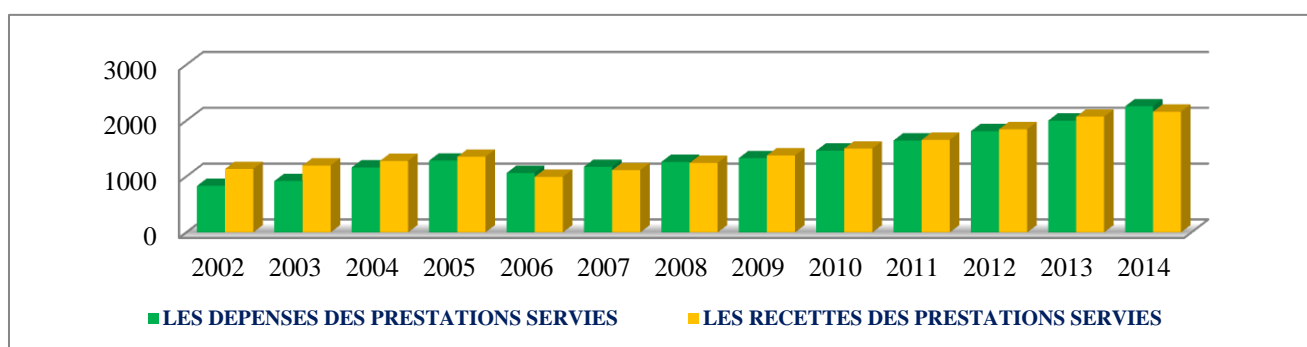
⁴⁸ La société est spécialisée dans la régulation et le développement des marchés financiers et de leurs institutions, la privatisation et restructuration, et la formation des professionnels du secteur financier, elle offre des services de conseil, soutien et formation aux institutions, banques et autres établissements financiers dans les marchés émergents où elle a mené des missions dans 24 pays différents.

marché financier tunisien sont les investisseurs institutionnels⁴⁹, qui sont, principalement, les compagnies d'assurance, et les caisses de retraite⁵⁰. Ces organismes ont pour mission de drainer de l'épargne publique, néanmoins cette épargne est immobilisée et n'est pas exigible immédiatement comme les sommes déposées sur les comptes à vue. D'autre part, les organismes en question ont, généralement, une obligation réglementaire ou contractuelle de faire fructifier cette épargne afin de pouvoir verser à leurs souscripteurs dans le cas des compagnies d'assurance les indemnités, et les retraites dans le cas des fonds de pension. Nous envisagerons, dans ce qui suit, la contribution, en particulier, des caisses de retraite et des compagnies d'assurance dans la mobilisation de l'épargne.

II-1-1. ROLE DES CAISSES DE RETRAITE DANS LA MOBILISATION DE L'EPARGNE

La Caisse Nationale de Sécurité Sociale (CNSS) et la Caisse Nationale de Retraite et de Prévoyance Sociale (CNRPS) sont deux institutions étatiques qui assurent le paiement des retraites aux cotisants. Elles assurent, également, des prestations médicales et sociales. La CNSS a été instituée en vertu de la loi N°60-30 du 14 décembre 1960. Il s'agit d'un établissement public doté de la personnalité civile et de l'autonomie financière rattaché au Ministère des Affaires Sociales. Les recettes de cet organisme durant la période 2002/2014, sont jugés faibles par rapport aux dépenses engagées. Par ailleurs, en 2014 la caisse dégage un déficit de 95,5 Millions de dinars. Ci-dessous, un graphique qui schématise l'évolution des dépenses et des recettes des prestations servies par la CNSS entre 2002 et 2014.

Graphique N°11. Evolution des dépenses et des recettes des prestations servies par la CNSS⁵¹



Source : Auteur

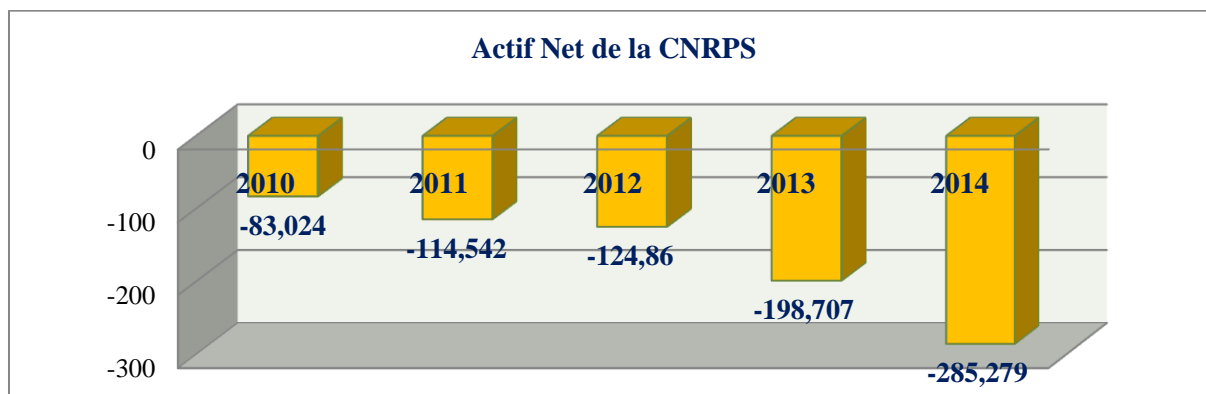
⁴⁹ Familièrement les "zinzins"

⁵⁰ Les fonds de pension sont leur équivalent américain

⁵¹ A partir de 2006, les recettes des branches de l'assurance_ maladie et de la répartition des accidents de travail et des maladies professionnelles reviennent à la CNAM.

La CNRPS a souffert, également, durant la période 2010/2014, d'une dégradation grave de son actif net. (Voir Graphique 12)

Graphique N°12. Evolution de l'actif net (en Mdt) de la CNRPS



Source : Auteur

La situation générale des caisses de retraite tunisiennes se caractérise par un manque de liquidité qui paralyse toute initiative d'investissement en Bourse. Des études antérieures ont illustré une situation totalement différente à celle actuelle. En effet, l'étude menée par Smart Finance et GMA Capital Markets a indiqué qu'en 1999, les réserves de la CNSS et de la CNRPS se sont élevées, respectivement, à 1.800 MD et à 500 MD. Les réserves cumulées des deux caisses représentent environ 65% de la capitalisation boursière et 55% de l'encours des obligations privées et publiques. En conséquence, les deux organismes ont disposé, à cette période, d'une capacité considérable d'investissement sur le marché des capitaux compte tenu des ressources longues qui ont été à leur disposition. Cependant, la situation actuelle des caisses de retraite tunisiennes leur prive de n'engager aucunes actions d'investissement en Bourse.

II-1-2. ROLE DES COMPAGNIES D'ASSURANCE DANS LA MOBILISATION

Le marché des assurances, en Tunisie, compte 22 entreprises résidentes et 6 compagnies off-shore ; 20 entreprises résidentes opèrent sous le statut de société anonyme et 2 sont constituées en société à forme mutuelle. La majorité des compagnies opèrent en multi-branches alors que les autres sont spécialisées dans une activité particulière d'assurance. L'industrie des compagnies d'assurance spécialisées compte cinq (05) en assurance vie (Hayett, GAT VIE, Maghreb Vie, Carte Vie et Attijari Assurance), une (01) en assurance des crédits à l'exportation (Cotunace⁵²) ; une (01) en réassurance (Tunis-Ré), et trois (03)

⁵² COTUNACE a absorbé à la fin de l'année 2012 la compagnie « Assurcrédit » spécialisée en assurance des crédits commerciaux locaux et ce lors d'une opération de fusion par absorption.

nouvelles compagnies spécialisées en assurance Takaful : la « Zitouna Takaful », « El Amana Takaful » et « Assurances Attakafulia ».

L'assurance vie, autre vecteur d'épargne longue, a enregistré une évolution remarquable pendant ces dernières années : elle a atteint un actif net de 221,3 MD en 2013 contre 161,9 MD en 2010. Bien que sa part dans le marché de l'assurance reste éloignée des standards internationaux, la branche est en phase d'expansion et ses potentialités sont loin d'être épuisées. La diversification des contrats d'assurance vie et l'importance des avantages fiscaux accordés, semblent donner leurs fruits. Les placements des compagnies d'assurance cumulés ont atteint 3.129,9 MD en 2014, enregistrant une progression ainsi de 8,4 % par rapport à 2013. « Les placements en titres à revenus fixes atteignent un niveau de 1.572,6 MD et représentent ainsi une part de 50,2 %. Les placements en actions viennent en 2ème position avec une part de 23,1 %. Le total de ces actifs placés en représentation des provisions techniques, permet à l'ensemble des compagnies du marché des assurances un taux de couverture de leurs engagements de l'ordre de 106,3 % en 2014 contre 107,9 % en 2013 et 105,5 % en 2012.»⁵³.

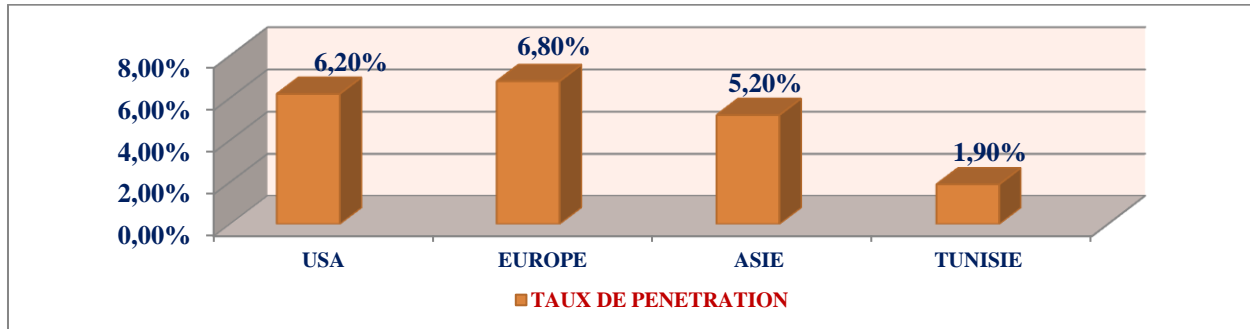
Selon M. Skander Lahrizi, directeur bancassurance et études et collections à la compagnie d'assurance vie et de capitalisation « Hayett » : " *La formule assurance vie peut se révéler un placement intéressant à plus d'un titre, notamment, au niveau fiscal. Le secteur des assurances mobilise des ressources financières, et ce, principalement à travers ce produit phare qui est l'assurance vie. Le reste des produits d'assurance (non vie), mobilisent, elles aussi, des ressources qui représentent les provisions techniques pour chaque compagnie d'assurance. Autrement dit, ces provisions techniques sont la contribution des assurances dans l'épargne nationale. Elles servent essentiellement au paiement des sinistres non réglés* ".

Le secteur des assurances en Tunisie demeure dominé par les produits classiques qui couvrent essentiellement les risques obligatoires. L'assurance vie ne s'est pas encore, réellement, développée en Tunisie. En 2014, les primes émises au titre des contrats d'assurance vie ne représentent que 17,6% du total des primes du secteur. Pour ce qui est du taux de pénétration qui représente la part du chiffre d'affaire de l'assurance vie dans le PIB, la Tunisie se classe la 4ème dans la région MENA, (Graphique 13). En outre, selon le même critère, la Tunisie est la 2ème dans le Maghreb Arabe après le Maroc avec 3,2 % et devant l'Algérie qui a un

⁵³ Rapport Annuel de la CGA, 2014

taux de pénétration de seulement 0,7 %. Ci-dessous, nous présenterons le positionnement de la Tunisie dans le monde selon le Taux de pénétration de la branche assurance vie en 2014.

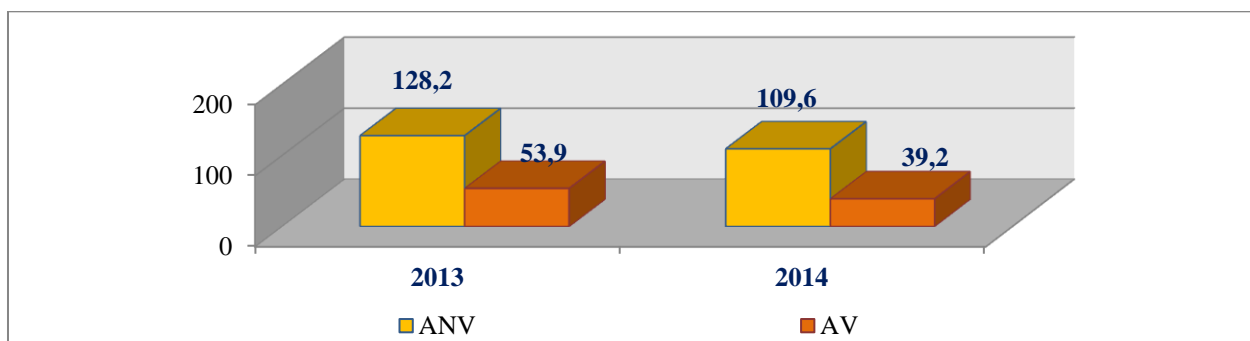
Graphique N°13. Positionnement de la Tunisie dans le monde selon le Taux de pénétration de la branche Assurance Vie



Source : Auteur

Le faible développement de l'assurance vie s'explique en grande partie par le faible développement de la branche d'assurance en Tunisie. Ce secteur, qui est en restructuration continue, se trouve, aujourd'hui, dans une phase d'amélioration de la qualité de ses prestations et de ses produits classiques, mais n'a pas pu encore s'engager, concrètement, dans le développement des produits plus sophistiqués tels que l'assurance-vie et qui peuvent contribuer, considérablement, à mobiliser l'épargne investie sur le marché financier. Les contrats d'assurance vie « AV » qui correspondent, véritablement, à une épargne longue ne représentent qu'une part modeste. Cependant, la contribution des compagnies d'assurance dans la mobilisation de l'épargne sur le marché financier à travers les placements dans les OPCVM, est pilotée par la branche des assurances non vie « ANV », (Graphique 14).

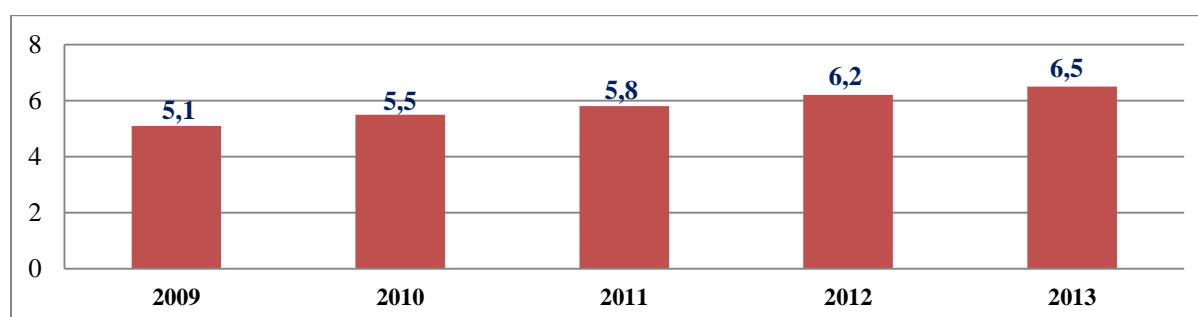
Graphique N°14. Répartition des Part et Actions investis dans les OPCVM entre l'ANV et AV en 2014, (Mt en MD)



Source : Rapport Annuel du CGA, 2014

Le graphique illustre la faible part de l'assurance vie dans l'investissement dans les OPCVM, en plus cette part s'est détériorée entre 2013 et 2014. Il est important de noter que selon l'arrêté du Ministre des Finances du 27 février 2001, fixant la liste, le mode de calcul des provisions techniques et les conditions de leur représentation tel que modifié par l'arrêté du 28 mars 2005, les compagnies d'assurance doivent placer au maximum 50% de leurs provisions techniques dans les OPCVM. Sachant qu'elles doivent placer au maximum 10% de leurs provisions techniques par société sans dépasser 30% du capital social de la société émettrice. L'investissement dans les FCP, en particulier, est jugé peu développé en Tunisie. En outre son évolution est nettement faible. (Graphique 15)

Graphique N°15. Evolution de l'investissement dans les FCP (les Mutuelles), (Mt en MD)



Source : Auteur

Pour conclure, nous réclamons que l'investissement institutionnel, en Tunisie, piloté principalement par les OPCVM, les Assurances, les Banques et les Caisses de retraite reste faible : « Il est avoisine les 10% de la capitalisation boursière : 4% sous forme d'actifs gérés, 4% investis par des fonds étrangers et 2% Institutions financières »⁵⁴.

II-2. LA DEMANDE DES INVESTISSEURS INDIVIDUELS

Au niveau du compartiment actions de la cote de la Bourse de Tunis, les investisseurs individuels tunisiens, qui ont des comptes libres, ont représenté 59% des achats au cours du premier trimestre de l'année 2016. Sur cette même période, du côté des ventes, ces investisseurs ont accaparé 53% des volumes. Quant aux OPCVM, leur part dans les transactions a été identique à l'achat qu'à la vente à hauteur de 17%. Généralement, les principales caractéristiques de la demande des investisseurs individuels sont les suivantes :

⁵⁴ Cette estimation a exclu de son périmètre toutes les participations détenues par des institutions financières et qui ont un caractère de participation stratégique et n'ont pas un caractère d'investissement de portefeuille.

- Faible culture financière et méconnaissance des principes de base d'évaluation des actions⁵⁵
- Comportement moutonnier à l'origine des mouvements spéculatifs de masse
- Recherche de rendements élevés et de préférence sur une courte période

Ces caractéristiques ne sont pas exclusives à l'actionnaire tunisien mais se rencontrent dans tous les marchés y compris ceux développés qui bénéficient d'une meilleure culture et information financière. Toutefois, faute d'investisseurs institutionnels actifs, le comportement de l'investisseur individuel a entraîné une grande volatilité de la Bourse tunisienne.

Le Compte Epargne en Actions (CEA)⁵⁶ a été créé en 1999, afin de mettre en place des mesures d'incitation visant la dynamisation de la Bourse et le développement des investissements des particuliers en actions. Comme les actions en Tunisie sont totalement exonérées d'impôts pour les personnes physiques, les pouvoirs publics ont prévu un dégrèvement fiscal lors de la souscription à un CEA dont la durée de vie obligatoire a été fixée à 5 années. A ses débuts, le CEA a connu des années « de vaches maigres », jusqu'à la révision de la loi de Finances de 2004 qui a profondément restructuré le dispositif d'encouragement à l'épargne en portant le plafond de déduction de 5 mille DT à 20 mille DT par an, ce montant devenant par la même occasion égal à celui des versements et non pas comme aux débuts du CEA à 50% uniquement du montant initial.

Plusieurs parmi ceux qui veulent ouvrir un CEA n'ont pas les capacités professionnelles nécessaires pour gérer seules leurs comptes, ainsi une autre formule qui a été offerte à savoir le FCP dédié exclusivement aux titulaires des CEA. Ainsi, le CEA est géré cette fois ci par un gestionnaire de fonds. Ce produit avait aussi un rôle important dans la mobilisation de l'épargne sur le marché financier. A titre d'exemple, Tunisie Valeurs a créé, en 2007, un FCP spécial CEA, dédié à des corps de métiers précis, tel celui du Personnel Navigant de Tunisair, l'actif net de ce fonds, au premier mai 2010, a atteint près de 9 millions de dinars pour 506.189 porteurs de parts.

La demande des investisseurs individuels en Tunisie est caractérisée par sa réticence par rapport à celle en Europe ou aux Etats Unis ou en Maroc. Selon beaucoup d'experts cela est dû essentiellement à un manque de la diffusion de la culture d'investissement en bourse chez

⁵⁵ Ignorance du degré de risques encouru, du lien entre cours et fondamentaux de la société, des critères de choix d'une action,...

⁵⁶ Le CEA est l'équivalent du Plan d'épargne en actions (PEA) institué en France en 1992. Les épargnants français qui ouvraient un PEA et le gardaient pendant 8 ans avaient droit à une exonération des taxes sur les dividendes et les plus-values réalisées

la majorité des ménages tunisiens. Le système de retraite demeure l'un des piliers indispensables de la stratégie de mobilisation de l'épargne aux pays développés. Le vieillissement démographique constitue, en fait, l'une des caractéristiques clés de la population de ces pays.

Une littérature abondante a mis en évidence, le vieillissement démographique rapide dans les pays développés et son impact sur le système de retraite. Les pays émergents sont confrontés à des évolutions démographiques moins inquiétantes. En effet, les systèmes de retraite souffrent davantage dans ce cas, de l'existence d'un secteur informel important et de taux de couverture relativement bas. «Cependant, la Tunisie constitue un cas particulier. Les évolutions démographiques défavorables qui se profilent à moyen terme, rendent nécessaire, la réforme du système de retraite par répartition⁵⁷ tunisien »⁵⁸. Le développement du système de retraite tunisien est l'une des réformes que les pouvoirs publics doivent les engager. Afin de déceler les entraves qui ont causé la réticence de la mobilisation de l'épargne sur le marché financier tunisien à travers les OPCVM et de proposer ainsi, les mécanismes et les stratégies permettront d'orienter les investisseurs individuels et institutionnels vers le marché financier pour fructifier leurs épargnes, nous avons effectué un questionnaire qui s'est adressé à un ensemble de gestionnaires d'OPCVM sur le marché financier tunisien.

Ainsi, nous nous attarderons dans la deuxième section, d'abord, sur la méthodologie d'élaboration du questionnaire, la présentation de l'échantillon sur laquelle nous baserons notre étude et la présentation des résultats du questionnaire. Ensuite, nous essayerons, grâce à l'interprétation des résultats, de tirer les principales conclusions et recommandations.

SECTION III. ENQUETE SUR LES MECANISMES D'AMELIORATION DE LA MOBILISATION DE L'EPARGNE A TRAVERS LES OPCVM

Pour obtenir des réponses, rien n'est plus naturel que de poser des questions. L'enquête par questionnaires est, à ce titre, un moyen pratique pour collecter rapidement des informations et un outil efficace d'aide à la décision. Ainsi, notre enquête était sous la forme d'un entretien direct organisé avec les gestionnaires d'actifs d'OPCVM d'un échantillon d'intermédiaires en

⁵⁷ Le système de retraite par répartition est un système de financement des pensions de retraite qui consiste à les alimenter directement par les cotisations prélevées au même moment dans ce but sur la population active. Le montant global de ces cotisations (« assurance vieillesse ») est réparti entre tous les pensionnés

⁵⁸ Impact de l'introduction d'une dose de capitalisation en Tunisie : Simulation à l'aide d'un modèle à génération imbriquées, Mehdi Ben Brahim, 2007

bourse et de sociétés de gestion. Nous commençons par la présentation des objectifs de l'enquête. Ensuite, nous aborderons le contenu du questionnaire et nous exposerons les caractéristiques de l'échantillon. Nous finirons par la présentation des principaux résultats et recommandations.

III-1. OBJECTIFS DE L'ENQUETE

Ce questionnaire a pour objectif de se rapprocher d'avantage de la réalité du marché des OPCVM en Tunisie en obtenant des résultats le plus possible réels reflétant, ainsi, une image fidèle du marché. Pour y arriver, nous avons élaboré des questions ayant pour vocations de :

- Classifier les actifs gérés, par chaque gestionnaire d'OPCVM, par classes d'actifs, par produits et par typologies d'investisseurs (institutionnels et individuels).
- Repérer, d'après les gestionnaires, les principales raisons qui favorisent l'investissement individuel et institutionnel dans les OPCVM.
- Dévoiler les principales contraintes pouvant entraver l'investissement dans les OPCVM et les principaux moyens et stratégies qui peuvent consolider leurs rôles tant que source importante de mobilisation de l'épargne sur le marché financier.
- Obtenir une idée sur les stratégies des gestionnaires en termes de couverture contre les risques financiers et notamment le risque de marché.

III-2. LE QUESTIONNAIRE

Le questionnaire est constitué de 15 questions dont les réponses peuvent être sous trois formes :

- Des données chiffrées ;
- Une réponse ciblée (Par la mise d'une croix) ;
- Une réponse librement rédigée.

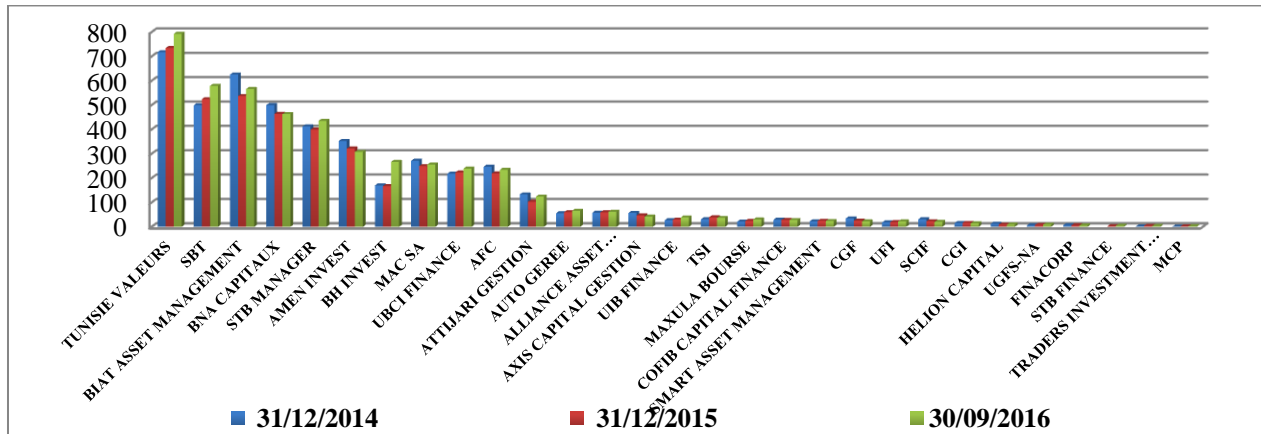
Une copie du questionnaire sera disponible en Annexe N°1.

III-3. CHOIX DE L'ECHANTILLON

Nous présentons au niveau de cette partie les soubassements du choix de notre échantillon.

Ci-dessous, nous exposons, une schématisation de l'évolution des actifs gérés par gestionnaire d'actifs durant la période 2014/2016.

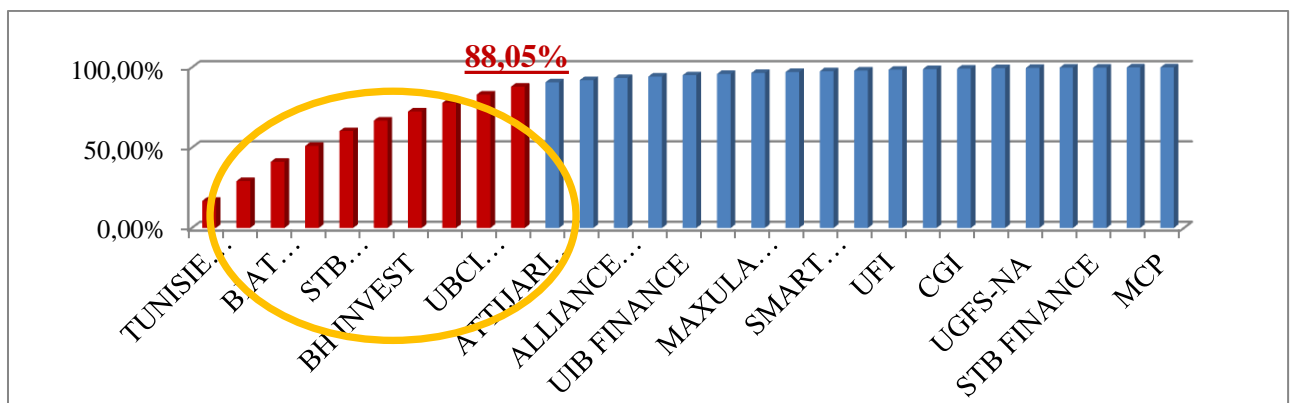
Graphique N°16. Evolution des Actifs Gérés par Gestionnaire d'actifs (31/12/2014 / 30/09/2016)



Source : Auteur

Le graphique illustre, clairement, que l'actif global géré sur le marché est entre les mains d'une dizaine de gestionnaires tandis que le reste des gestionnaires ne détiennent qu'une part pratiquement négligeable. Nous remarquons, également, que l'évolution de l'actif géré n'était pas trop significative que pour « Tunisie Valeurs » & « SBT ». Pour avoir des résultats significatifs pouvant refléter une image réelle du marché tunisien et étant donné que c'est difficile de consulter tous les gestionnaires d'OPCVM de la place, nous avons choisi de se focaliser uniquement sur quelques gestionnaires dont le volume d'actifs gérés peut représenter tout le marché pour l'année en cours. Par collaboration avec le tuteur de stage, nous avons choisi un échantillon de gestionnaires qui gère environ 70% de l'actif global des OPCVM.

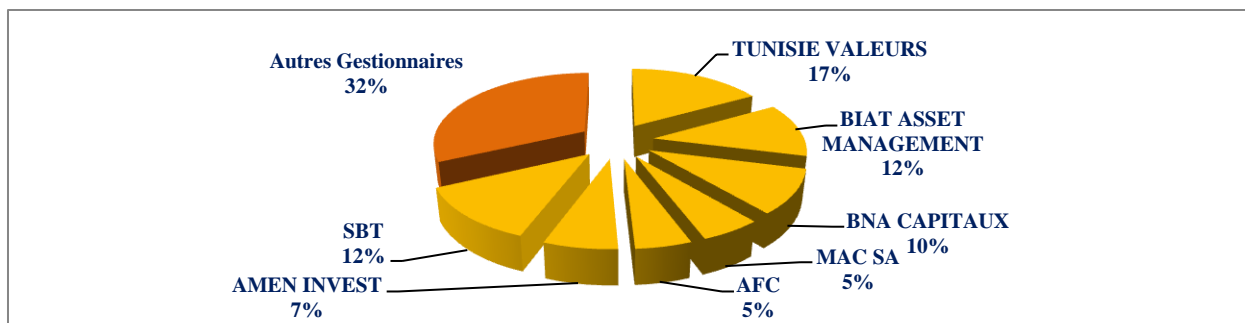
Graphique N°17. Part de marché cumulée des différents gestionnaires d'OPCVM



Source : Auteur

Nous remarquons selon le graphique ci-dessus que 88.05% de l'actif Global géré des OPCVM est entre les mains des 10 premiers gestionnaires d'actifs. Pour des contraintes de prise de rendez-vous et de flexibilité dans la collecte de données, nous avons choisi de nous limiter à un pourcentage d'environ 70%. Cette part est jugée aussi représentative et pouvant donner des résultats significatifs. Notre échantillon sera, sans doute, inclus dans le groupe des dix premiers gestionnaires d'actifs. De ce fait, nous avons choisi d'adresser notre questionnaire à « TUNISIE VALEURS », « BNA CAPITAUX », « MAC SA », « AFC », « BIAT ASSET MANAGEMENT », « AMEN INVEST » et « SBT ». Ci-après, nous schématisons la part de marché de chaque gestionnaire d'actifs dans l'actif global géré.

Graphique N° 18. Répartition de la part de l'Actif Géré des OPCVM par Gestionnaire d'Actifs en 2016



Source : Auteur

Après avoir expliqué les raisons du choix de notre échantillon, nous procéderons, ci-après, à présenter les principaux résultats de l'enquête ainsi que leurs interprétations.

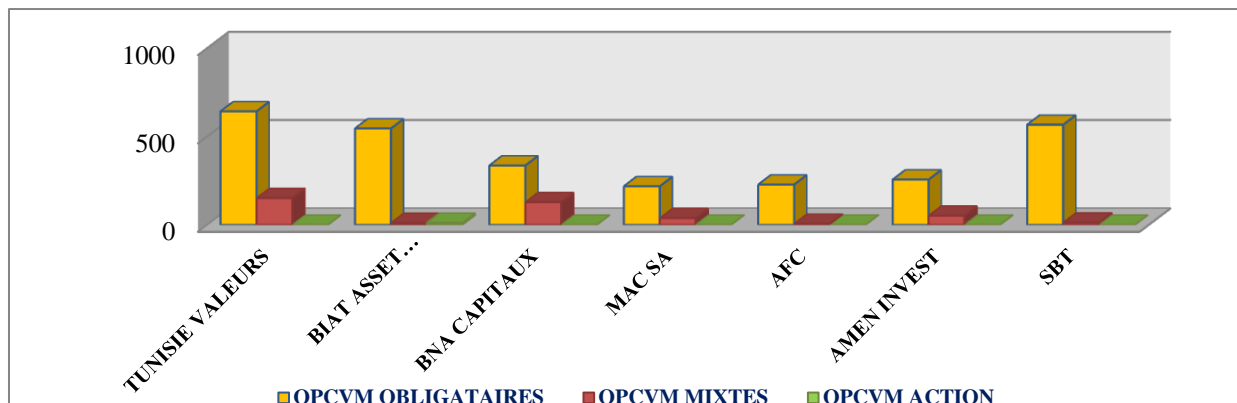
III-4. LES PRINCIPAUX RESULTATS DE L'ENQUETE ET LEURS INTERPRETATIONS

Nous procéderons, dans ce qui suit, à présenter les principaux résultats des entretiens effectués.

III-4-1. Répartition des Actifs Gérés par Classes d'Actifs

Sur la base d'une analyse des principales données chiffrées fournies par les gestionnaires des OPCVM, nous avons pu dresser le graphique ci-dessous. Les gestionnaires nous ont confirmé que ni les investisseurs individuels ni les investisseurs institutionnels n'ont une préférence entre l'investissement dans des SICAV ou dans des FCP. Ainsi, nous avons choisi de présenter cette répartition indépendamment de la forme juridique de l'OPCVM.

Graphique N°19. Répartition des Actifs Gérés par Classes d'Actifs, 2015



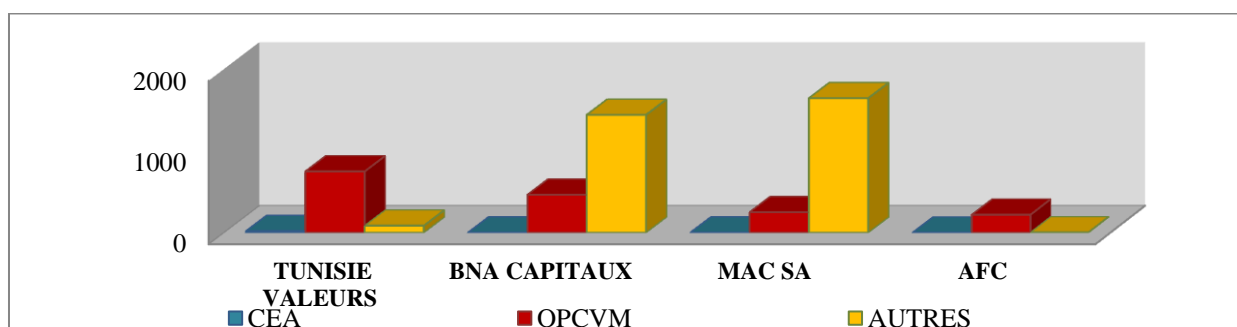
Source : Auteur

La première remarque concerne la part importante des OPCVM obligataires chez la totalité des Gestionnaires d'actifs. La part dominante est chez « TUNISIE VALEUR ». Par ailleurs, uniquement « BIAT ASSET MANAGEMENT » investis dans des OPCVM action. Nous nous proposerons, maintenant, à défalquer l'actif géré par chaque gestionnaire par types de produits.

III-4-2. Répartition des Actifs Gérés Par Produits

Pour des raisons de disponibilité des gestionnaires d'actifs, nous n'avons recueilli, pour cette question, que les réponses de **Tunis Valeurs**, **BNA Capitaux**, **MAC SA** et **AFC**.

Graphique N°20. Répartition des Actifs Gérés par Produits, 2015



Source : Auteur

Les résultats, présentés ci-dessus, montrent que **BNA Capitaux**, **MAC SA** et **AFC** gèrent en majorité des actifs provenant de produits autres les OPCVM et les CEA. Cependant, les données recueillies prouvent que la part éminente des ressources de « **Tunis Valeurs** » provienne des OPCVM, cela confirme, d'ailleurs, la position de leadership de ce dernier sur le marché.

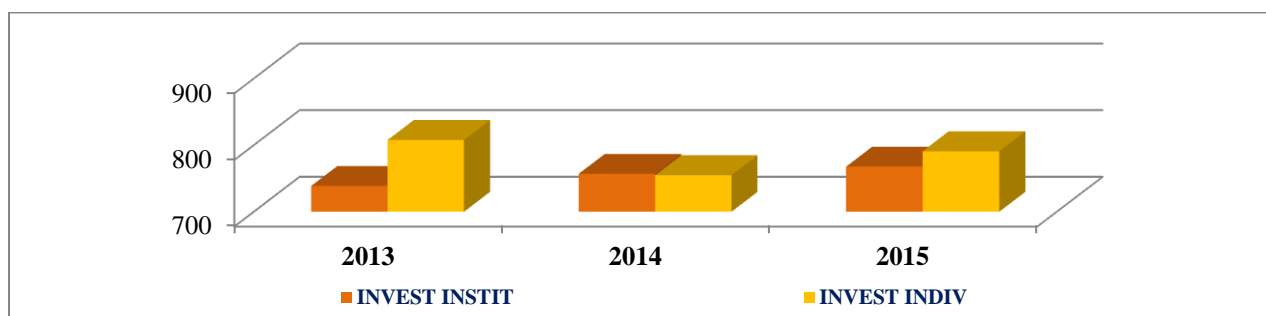
III-4-3. Répartition des Actifs Gérés par Typologies d'Investisseurs

Nous avons choisi au niveau de cette question d'avoir une répartition de l'actif géré de chaque gestionnaire en fonction de la typologie de l'investisseur : individuel, c'est-à-dire particulier, et institutionnel. Dans la catégorie institutionnelle, nous avons choisi de répartir l'actif géré en fonction de la typologie de cinq institutionnels : les entreprises, les caisses de retraite, les compagnies d'assurance, les banques et autres institutionnels. Selon la disponibilité des données, nous n'avons pu recueillir que les données de « Tunisie Valeurs », « BNA Capitaux », « MAC SA » et « AFC ».

A- Evolution de la répartition de l'Actif Géré entre Individuels et institutionnels

Avant de procéder à examiner la répartition de l'actif géré pour chaque intermédiaire, nous exposerons son évolution entre 2013 et 2015 pour tous les intermédiaires.

Graphique N° 21. Evolution de la répartition de l'Actif Géré entre Individuels et institutionnels



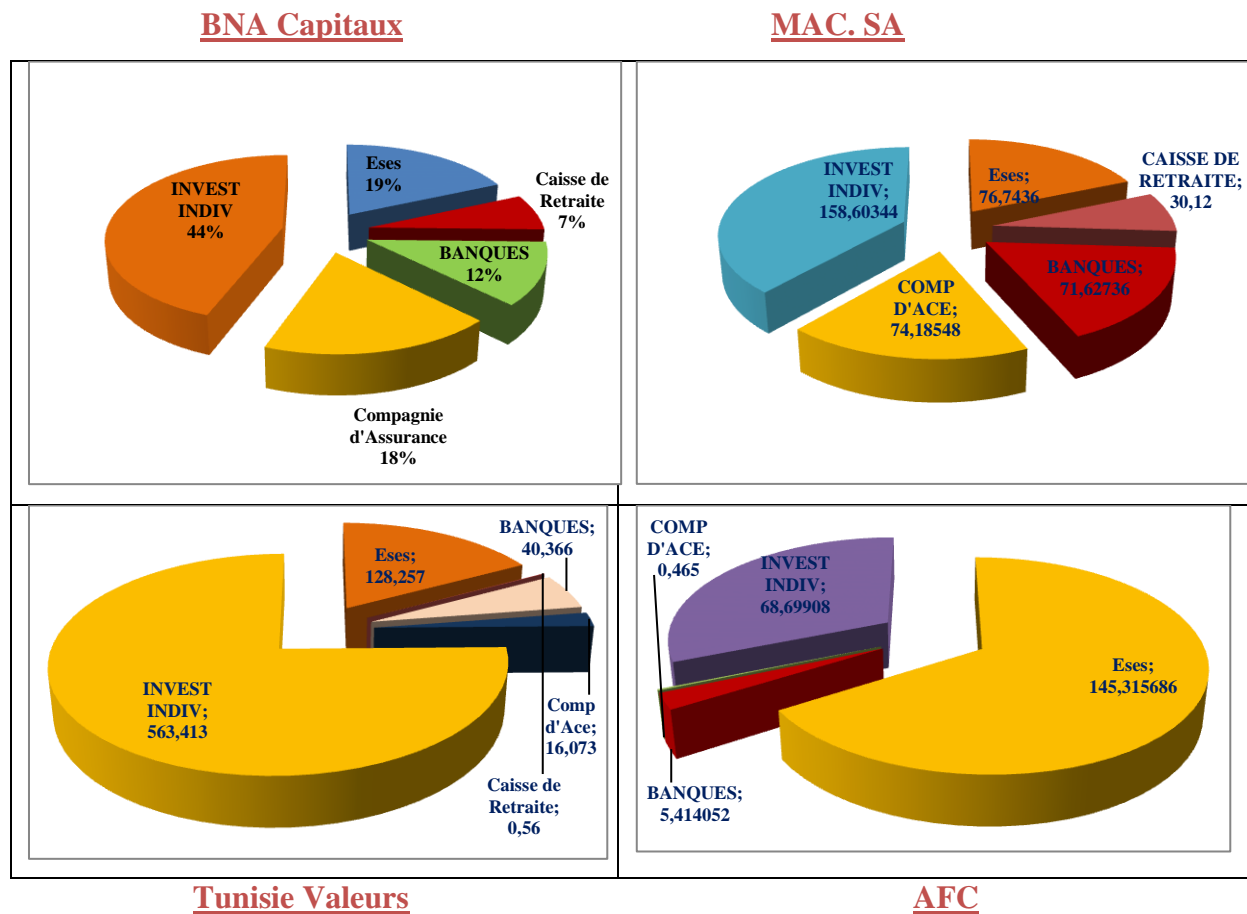
Source : Auteur

Comme le montre le graphique, la part des placements des individuels est plus importante que celle des institutionnels durant la période 2013/2015. Le gestionnaire de Tunisie Valeurs nous a déclaré que la majorité des actifs des institutionnels est placée dans un fonds dédié uniquement pour les institutionnels qui est « FCP Valeurs Institutionnels ». Ce fonds a été créé suite à la convention faite avec la CDC. Nous examinerons, ci-après, la contribution des institutionnels et des individuels dans l'actif de chaque intermédiaire en bourse tout en segmentant la contribution des institutionnels entre les Entreprises, les Caisses de retraite, les Compagnies d'assurance et les Banques.

B- Répartition de l'Actif Géré par Catégories d'Investisseurs pour chaque intermédiaire en bourse

Nous décèlerons, ci-dessous, la contribution de chaque type d'investisseurs dans l'actif géré de chaque intermédiaire en bourse.

Graphique N°22. Répartition Générale de l'Actif Géré entre investisseurs individuels et institutionnels en 2015 (Montants en MDT)



Source : Auteur

Selon les graphiques présentés ci-dessus, nous remarquons une divergence dans la physionomie de l'actif géré des différents intermédiaires en bourse.

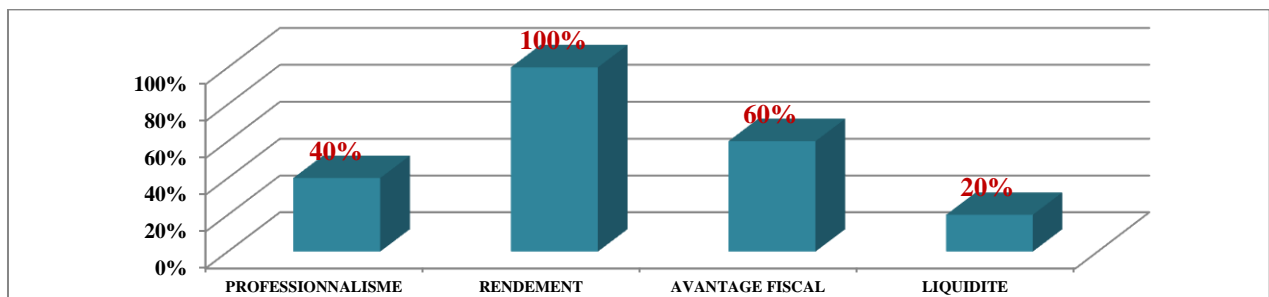
- ✓ **Tunisie Valeurs** compte en majorité sur la contribution des individuels, avec une part moins importante pour les entreprises et les banques. La contribution des compagnies d'assurance est beaucoup moins faible. Tandis que la contribution des caisses de retraite en tant qu'institutionnel est pratiquement nulle.
- ✓ Pour « **BNA Capitaux** », la situation est différente. En effet, l'actif géré est réparti entre trois grands pôles qui sont les compagnies d'assurance, les banques et les individuels. Les caisses de retraite sont pratiquement absentes.
- ✓ Pour « **MAC.SA** », la structure d'actif géré est pareille à celle de BNA Capitaux. Cependant, la contribution des caisses de retraite est significative.

- ✓ La structure de l'actif géré par « AFC » est dominée par les placements des entreprises. Cette structure sera confirmée par l'orientation du département risque de cet intermédiaire que nous la découvrons plus tard.

III-4-4. Les motifs de placement des investisseurs individuels et institutionnels

Les réponses à ces questions concernent tous les gestionnaires interrogés. Ainsi, nous avons classé les motifs de placement dans les OPCVM en 4 motifs possibles. Ainsi, les résultats du 4^{ème} et 5^{ème} question sont schématisés ci-dessous :

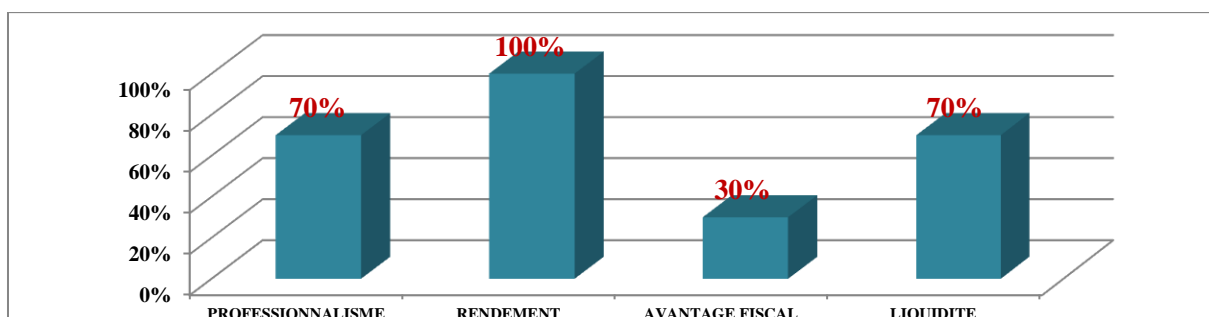
Graphique N° 23. Les Motifs de Placement Des Investisseurs individuels (en % Des Réponses Des Gestionnaires D'Actifs)



Source : Auteur

Le graphique illustre, clairement, que 100 % des gestionnaires interrogés confirment que le rendement est une préoccupation majeure des investisseurs individuels. Tandis que, la liquidité de l'OPCVM n'est pas trop recherchée par ces derniers. La même question a été posée pour les investisseurs institutionnels, les résultats sont illustrés dans le graphique ci-dessous :

Graphique n° 24. Les motifs de placement des investisseurs institutionnels (en % des réponses des gestionnaires d'actifs)



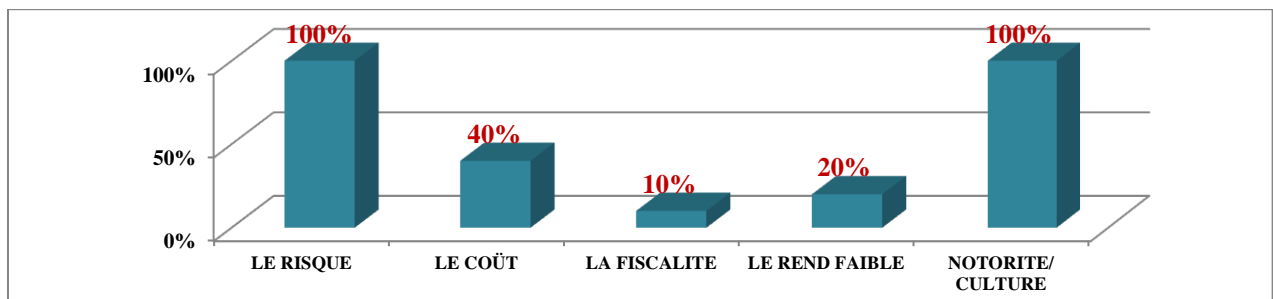
Source : Auteur

Pour les investisseurs institutionnels la situation est différente. En effet, 100% des gestionnaires ont mentionné que le rendement est une raison importante pour les investisseurs institutionnels quant à l'investissement dans les OPCVM. Avec une place aussi importante pour le degré de professionnalisme ainsi que la liquidité de l'OPCVM.

III-4-5. Les contraintes entravant les investisseurs individuels et institutionnels à placer dans les OPCVM

Cette question a porté sur les contraintes qui entravent le placement des investisseurs institutionnels et individuels dans les OPCVM. Les réponses sont schématisées ci-dessous :

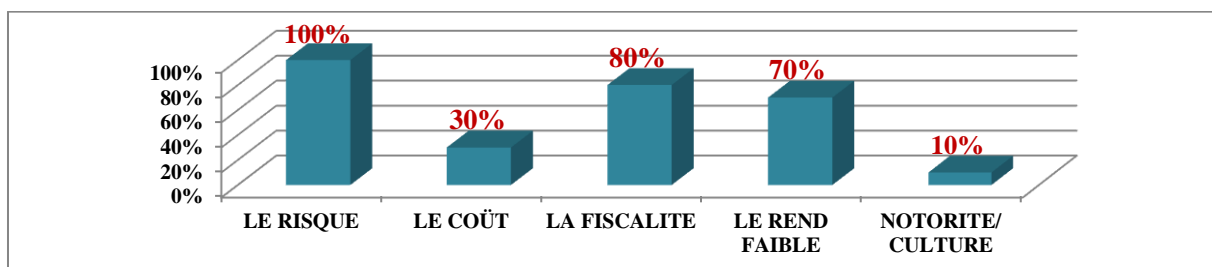
Graphique n° 25. Les contraintes de placement des investisseurs individuels (en % des réponses des gestionnaires d'actifs)



Source : Auteur

Tous les intermédiaires en bourse ont confirmé que les investisseurs individuels sont réticents par rapport à l'investissement dans les OPCVM, soit parce qu'ils sont averses aux risques soit parce qu'ils ne connaissent pas ce type de placement soit pour des raisons culturelles (Ils préfèrent placer uniquement dans les banques). Cependant uniquement 40% des interrogés ont déclaré que le coût est une contrainte pour investir dans les OPCVM. Nous présenterons, ci-dessous, une schématisation des réponses à la même question mais concernant les investisseurs institutionnels.

Graphique n° 26. Les contraintes de placement des investisseurs institutionnels (en % des réponses des gestionnaires d'actifs)



Source : Auteur

Les gestionnaires interrogés ont confirmé que la fiscalité et l'aversion aux risques sont les causes majeures qui entravent les institutionnels à investir dans les OPCVM. D'ailleurs la dominance des OPCVM obligataires consolide cette idée. En effet, ces derniers préfèrent avoir un rendement fixe au lieu d'être menacés par le risque de perte de l'OPCVM. Dans ce contexte, le gestionnaire de « **BNA CAPITAUX** » a mentionné que la crise boursière de 1996 a lésé beaucoup l'image de la bourse et a causé une crise de confiance surtout envers les SICAV mixtes⁵⁹.

Quant à la fiscalité, 80% des gestionnaires ont exprimé leur inquiétude envers la dernière décision du ministère des finances concernant l'imposition des dividendes, dégagées par les OPCVM obligataires et mixtes, aux taux de 5%. Ils ont déclaré que cette exigence avait pour conséquences soit la décision de l'investisseur de racheter ses parts ou ses actions avant la distribution des dividendes soit de faire sortir toute sa participation dans l'OPCVM pour la placer sur le marché monétaire. Cependant la responsable de la direction des OPCVM au CMF, nous a déclaré que ce mouvement de rachat massif caractérisant ainsi les OPCVM de distribution était juste instantané et n'a pas duré que pendant une certaine période et que les choses sont, pour le moment, en train de se stabiliser sur le marché.

III-4-6. Les différentes stratégies mises en place par les gestionnaires d'OPCVM pour attirer les investisseurs institutionnels et individuels

La réponse à cette question était libre. La plupart des gestionnaires interrogés ont confirmé que pour attirer les investisseurs individuels, il faut surtout développer la politique commerciale : Améliorer les réseaux de distribution, par exemple, le gestionnaire de l'AFC a déclaré qu'il est opportun de consolider le rapport entre le réseau de l'intermédiaire en bourse et le réseau bancaire afin d'améliorer la notoriété des OPCVM chez les particuliers qui fréquentent généralement, plus, les banques. Selon aussi le responsable de « **l'AFC** », la formation et la motivation de la force de vente sont aussi importants pour attirer à la fois les investisseurs individuels et institutionnels.

⁵⁹ La crise sévère du marché en 1996 a fortement pénalisé le rendement des SICAV mixtes. Sur une période de 3 ans (31/12/1997-31/12/2000), en neutralisant la correction importante des cours intervenue en 1996-1997, le rendement des SICAV mixtes s'est établi à 21% soit à peine plus que le rendement des SICAV obligataires qui s'est élevé à 17%. Ce rendement réalisé dans une bonne conjoncture boursière est resté insuffisant pour attirer plus d'épargnants vers les SICAV mixtes.

Le gestionnaire de « **Tunisie valeurs** » a également insisté sur l'importance de la politique commerciale en termes de diversification des produits selon le profil de risque. À titre d'exemple, il a réclamé la nécessité de la mise en place des OPCVM monétaires et le développement des fonds à capital garanti. Le gestionnaire a critiqué, également, la nouvelle instruction relative à l'imposition des dividendes.

Le gestionnaire de « **BNA Capitaux** » a déclaré que la décision du législateur d'exiger une imposition des dividendes n'a pas pris en compte la catégorie de l'OPCVM. En effet, pour les OPCVM obligataire l'investisseur subit uniquement une retenue à la source de 20%. Cependant, pour les OPCVM mixtes et avec les nouvelles instructions, l'investisseur subit doublement la retenue à la source de 20% sur la partie obligations et l'impôt sur les dividendes de 5% sur la partie actions. Cette situation était une raison majeure, selon tous les gestionnaires interrogés, de réticence des investisseurs institutionnels. Ainsi, comme stratégie de promouvoir l'investissement dans les OPCVM, ils ont sollicité l'obligation de réviser cette nouvelle loi en l'adoptant plus avec la catégorie de l'OPCVM.

Le gestionnaire de « **MAC.SA** » a proposé de garantir plus d'avantages fiscaux pour les institutionnels qui veulent placer dans les fonds fermés dont la durée est supérieure ou égale à 5ans.

Les cinq dernières questions avaient pour objectif de dévoiler la stratégie générale du gestionnaire d'actif en termes de couverture contre les risques financiers et notamment le risque de marché. Nous avons visé avoir une idée sur les moyens et les techniques qu'ils utilisent pour maîtriser leurs expositions aux risques. En effet, l'exposition des OPCVM aux risques financiers et au risque de marché, en particulier, sera l'objet de notre prochain chapitre.

La Première Question est sur l'exposition de l'OPCVM aux risques financiers. La réponse était affirmative pour la totalité des gestionnaires.

- **MAC.SA** a déclaré qu'il veuille en premier lieu à gérer le risque de liquidité. Dans ce cadre, le gestionnaire a insisté sur l'importance des placements longs qui garantissent la stabilité des placements et évitent, ainsi, les mouvements de rachats massifs qui menacent la liquidité des OPCVM.

- **Tunisie Valeurs**, de sa part a indiqué qu'ils sont toujours menacés par divers risques, notamment le risque de solvabilité et le risque de liquidité.

La Deuxième Question est sur l'existence ou non d'un département indépendant de gestion de risque et sur son rôle en cas d'une réponse affirmative. La réponse était négative pour tous les gestionnaires interrogés sauf pour la société de gestion « **BIAT ASSET MANAGEMENT** » et l'intermédiaire en bourse « **AFC** ». En effet, leurs gestionnaires ont affirmé l'existence d'un département indépendant de « Risk Management » :

- **Pour « AFC »**, le département « Risk Management » s'occupe du suivi des différentes sociétés cotées en bourse : étudier leurs états financiers, leurs solvabilités et leurs liquidités. Une idée qui peut confirmer les résultats du premier questionnaire où la part dominante de l'actif géré des investisseurs institutionnels revient aux entreprises. Le département s'occupe aussi de calculer et d'analyser des indicateurs macro-économiques : Evolution de la balance commerciale, évolution de la liquidité du marché financier, classification des banques selon le respect des ratios prudentiels et selon les ratios de productivité, de rentabilité et de solvabilité, puis de constituer un portefeuille dit « Portefeuille recommandé AFC ».
- Pour « **BIAT ASSET MANAGEMENT** », le département « Risk Management » est mené d'exécuter autres missions. En effet, ce département est chargé principalement de gérer les risques pouvant menacer directement l'OPCVM. Ainsi, il compare entre l'évolution du rendement des SICAV et celui du TMM, il calcule des indicateurs de risque comme la sensibilité et la duration et des indicateurs de performance comme la volatilité historique⁶⁰, le Ratio de Sharpe sur un an, la corrélation Benchmark⁶¹ et la VaR paramétrique à 95% sur un jour.
- Pour les autres intermédiaires en bourse qui n'ont pas un département indépendant de gestion des risques, leurs gestionnaires ont réclamé que pour suivre et gérer les différentes catégories de risques, ils se basent sur :

⁶⁰ La volatilité représente la dispersion des performances autour de la moyenne, elle mesure ainsi l'amplitude des variations des VL de l'OPCVM

⁶¹ C'est la corrélation entre le rendement de l'OPCVM et celui du Benchmark. Elle mesure l'intensité de la liaison qui existe ces 2 variables.

- ❖ Les résultats des reporting effectués ;
- ❖ Les rapports d'activité et les états financiers effectués par l'intermédiaire en bourse et par le CMF ;
- ❖ Les rapports des comités de gestion et d'investissement organisés par l'intermédiaire en bourse (Fixer des stocks loss et des ratios à respecter).

La Troisième Question concerne l'utilisation ou non d'un modèle interne de gestion des risques :

- **BNA Capitaux** a indiqué qu'il utilise un logiciel de gestion des risques qui permet de gérer le respect des ratios réglementaires.
- **Tunisie valeurs** a indiqué, de sa part, qu'il ne dispose pas d'un logiciel spécifique pour la gestion des risques mais il se limite uniquement à calculer des variances pour les portefeuilles sur la base de données historiques pour estimer les pertes futures.
- **Le reste des gestionnaires** ont déclaré qu'ils n'ont pas un logiciel ou un modèle spécifique de gestion de risque, mais ils gèrent généralement leur exposition au risque dans le cadre des différentes commissions d'investissement et de gestion.

La Quatrième Question est sur l'utilisation ou non de la VaR comme un instrument d'évaluation des risques de marché :

- Tous les gestionnaires interrogés réclament qu'ils n'utilisent pas la VaR, excepté la société de gestion « **BIAT ASSET MANAGEMENT** » qui utilise cet instrument : le gestionnaire a réclaté que le département « Risk Management » calcule une VaR de 10j pour les OPCVM obligataires pour mesurer le risque de liquidité.

Ainsi, nous concluons que sur un échantillon, rassemblant les gestionnaires de portefeuilles qui gèrent près de 70% de l'actif global des OPCVM en Tunisie, uniquement « **BIAT ASSET MANAGEMENT** » utilise la VaR. D'ailleurs, la majorité des gestionnaires ont exprimé leur volonté de connaître cette approche et de la pratiquer sur leurs OPCVM.

La Cinquième Question est sur la manière avec laquelle le gestionnaire d'OPCVM peut améliorer la pratique de la gestion de risque. La majorité des gestionnaires ont souligné

l'importance de la mise en place d'un outil permettant de prévenir les risques afin de pouvoir les gérer.

Le gestionnaire de « **Tunisie Valeurs** », a souligné l'importance de la centralisation du système d'information de cet outil, afin, qu'il puisse, à tout moment, consolider toutes informations fiables pour la gestion des risques.

Finalement, nous déclarons que l'enquête a dévoilé les aspects globaux du marché tunisien des OPCVM:

- ❖ Une réticence des investissements des institutionnels notamment dans les OPCVM mixtes. La contrainte majeure est l'aversion au risque.
- ❖ Les investisseurs individuels sont réticents par rapport au placement dans les OPCVM ; soit par ce qu'ils sont averses au risque soit parce qu'ils ne connaissent pas ce type de placement.
- ❖ La nature des politiques de gestion des risques, notamment, de marché et des instruments utilisés pour cela.
- ❖ Le degré de popularité faible de la VaR chez les gestionnaires interrogés⁶².

Compte tenu de ce que nous avons, déjà, cité dans ce chapitre et des résultats de l'enquête effectuée, nous nous procéderons, à la fin du présent chapitre à présenter les principales recommandations dont l'application peut contribuer à promouvoir l'industrie des OPCVM en Tunisie.

III-5. RECOMMANDATIONS

Le développement de la demande institutionnelle à moyen et long terme a été identifié par la majorité des gestionnaires interrogés comme un axe prioritaire de développement du marché de capitaux. Dans ce cadre, les gestionnaires d'OPCVM ont beaucoup béni le rôle important joué par la création du fonds de placement mixte nommé «**FCP Valeurs Institutionnel**» dont l'objectif est de créer un climat de stabilité sur le marché financier. Ce fonds a été créé par la

⁶² Nous nous attarderons avec plus de précision sur la question d'exposition des OPCVM au risque de marché dans le prochain chapitre.

Caisse de Dépôt et de Consignation « CDC » et l'intermédiaire en Bourse, Tunisie Valeurs⁶³, visant à investir, sur une période s'étalant sur 7 ans, en majorité sur le marché des actions cotées, et en minorité en Bons du Trésor assimilables (BTA) et/ou en Bons du Trésor à zéro coupon (BTZ) et/ou en Emprunts obligataires émis par appel public à l'épargne et en titres d'OPCVM. Nous nous attarderons, au niveau de cette partie, sur les principales recommandations pouvant consolider le rôle des investisseurs institutionnels sur le marché financier à travers leurs placements dans les OPCVM.

III-5-1. MODERNISER LE SYSTEME DE GESTION DES ACTIFS DE RETRAITE

Le système de retraite tunisien a dégagé pendant plusieurs années un résultat déficitaire. Ainsi, il est obligatoire d'engager une réflexion approfondie sur la réforme de ce système. Le remodelage de notre système de retraite demeure un processus à long terme, ainsi, nous recommandons d'encourager le développement de plans d'épargne-retraite volontaires qui pourront compléter la retraite assurée par le secteur public. Ces plans volontaires de retraite pourraient être gérés par des sociétés de gestion sous forme de plans d'épargne à long terme.

En addition, les responsables au sein des caisses de retraite, doivent identifier la partie des ressources venant des cotisations retraite et qui peut être investis en actifs longs. Ceci nécessitera une modélisation des flux projetés de cotisation et des flux de paiement de retraites afin de reconnaître les besoins futurs d'investissement et l'horizon d'investissement que doit adopter la Caisse pour les années futures. Ainsi, les caisses pourront décider quelle proportion de leurs besoins d'investissement longs pourra être investie sur le marché financier en particulier, dans les OPCVM, une fois que les besoins auront été clairement identifiés.

III-5-2. OPTIMISER LA GESTION DES PRODUITS D'ASSURANCE VIE ET ASSURER LEUR DEVELOPPEMENT

Les compagnies d'assurance jouent un rôle crucial dans l'amélioration de la mobilisation de l'épargne longue sur le marché financier à travers la formule « Assurance Vie » qui permet de générer des ressources longues. Le rôle du gestionnaire d'actifs est de capter, en fait, ce

⁶³ Tunisie Valeurs a levé avec succès 32 MDT, dont les souscriptions de la CDC (à hauteur de 25%), la SFBT, le CTKD, la Comar, Maghrebria, AMI Assurances, Amen Bank, la Banque de l'Habitat...

Il faut ajouter à ce fonds, d'autres FCP créés en collaboration avec STB Finance, SMART Asset, MAC S.A, MCP, Attijari Gestion, CGF, AXIS Gestion et Amen Invest. Le total des investissements de ces FCP est aux alentours de 130 MDT, y compris les 32 MDT de Tunisie Valeurs.

gisement d'épargne afin de l'investir sur le marché financier. Ainsi, il est demandé que les autorités concernées doivent édicter des règles d'emploi spécifiques aux assureurs-vie afin d'orienter une plus grande partie de leurs actifs vers les produits longs (actions, obligations, BTA long et moyen terme). Il faut, également, encourager les assureurs à promouvoir et commercialiser des OPCVM spécialisés afin de proposer une gamme de placement plus large à leurs clients.

III-5-3. CREATION DES OPCVM MONETAIRES

L'enquête engagée auprès des gestionnaires d'actifs a dévoilé l'exigence de définir des règles d'emploi spécifiques pour les OPCVM monétaires. La création des OPCVM monétaires permet de rationaliser la gestion des instruments courts et d'améliorer leur liquidité. En effet, ils permettent d'investir plus sur des produits courts (Bons de Trésor court terme, billets de Trésorerie, ...). Les OPCVM monétaires permettraient, également, la réallocation des capitaux courts investis, actuellement, dans les OPCVM obligataires. Toutefois, cela suppose l'obligation de respecter certaines règles. Ainsi, les OPCVM monétaires doivent obéir à une totale transparence et une gestion optimale de leurs placements courts, en particulier, d'obtenir une évolution de la valeur liquidative la plus périodique possible en liaison avec le TMM.

Dans ce cadre, une table ronde s'est tenue au mois de Février 2016, à l'initiative de l'Association des Intermédiaires en Bourse « AIB » et de l'Institut de Formation de la Bourse de Tunis « IFBT », consacrée aux OPCVM monétaires et les opportunités de développement des marchés de capitaux. L'intervention de « Sébastien Bietho »,⁶⁴ a porté sur les exigences qu'il faut garantir pour que cette expérience réussisse en Tunisie. Ce dernier, a réclamé que « Pour que les fonds monétaires marchent, il faudra rassurer les porteurs, et pour cela il faut qu'il y ait un marché secondaire, aujourd'hui absent en Tunisie en raison de la valorisation au coût historique ».

La mise en place des OPCVM monétaires exige, aussi, l'existence d'une réglementation à même d'encadrer l'activité des gérants, de fixer des règles d'investissements et de valorisation, et de soutenir la transparence, à ce niveau. « Sébastien Bietho » a souligné l'importance de la documentation financière, ou l'équivalent d'un prospectus pour les fonds monétaires.

⁶⁴ CEO du cabinet de conseil Alcognis

Toutefois, Mr « Ahmed Ben Jemaa », DG de Smart Finance, a réclamé « Qu'il sera difficile d'aboutir à un marché monétaire avec la configuration actuelle » vue l'existence de plusieurs anomalies comme la non publication des prix ou des transactions sur les certificats de dépôts.

Nous avons consulté aussi la responsable de la direction des OPCVM au CMF, pour qu'elle nous éclaire les contraintes qui entravent la mise en place des OPCVM monétaires sur le marché financier tunisien. Elle nous a déclaré que le CMF, entant qu'organe de tutelle, veille, en premier lieu, à garder la sécurité du marché financier à travers la préservation de la transparence de l'information. Elle a déclaré que le conseil gère principalement le risque systémique. En effet, les OPCVM sont l'investisseur le plus dominant sur le marché, ainsi toute lésion de ces derniers est une menace pour tout le marché. Elle a annoncé, également, que la majorité des produits monétaires (de court terme) sont sous l'autorité et le contrôle de la BCT, ainsi le CMF ne dispose d'aucune visibilité sur les risques que peuvent causer ces produits. Elle a ajouté, aussi, que la création d'un nouveau cadre réglementaire pour les OPCVM monétaires demeure inutile. Car, selon elle, la création des OPCVM monétaires ne va pas créer de nouveaux souscripteurs pour ce type de produits, mais elle va générer simplement un mouvement de migration des souscripteurs des OPCVM obligataires vers ce nouveau produit.

III-5.4 LA CONSOLIDATION DE LA STRATEGIE COMMERCIALE DES GESTIONNAIRES D'OPCVM

La majorité des gestionnaires d'OPCVM questionnés ont affirmé que pour promouvoir le rôle des OPCVM entant que vecteur de mobilisation de l'épargne longue sur le marché financier, il faut développer les stratégies commerciales par la diversification des OPCVM selon le degré d'aversion au risque des souscripteurs, par le renforcement de la spécialisation et la différenciation des OPCVM (création des OPCVM Institutionnels, OPCVM Entreprises...) et par la promotion des canaux de distribution du produit OPCVM.

III-5.5. INSTAURER L'ASPECT RISQUE DANS LA CLASSIFICATION DES OPCVM

L'idée est d'élaborer une différenciation entre les OPCVM selon leurs profils de risques. A l'instar de ce qui existe dans les pays développés et même émergents (cas du Maroc), nous sommes favorables à l'adoption de la classification suivante :

- ✓ Risque faible : OPCVM monétaires

- ✓ Risque moyen : OPCVM obligataires
- ✓ Risque élevé : OPCVM actions

Nous recommandons que ce profil doit être mentionné sur le prospectus d'émission de l'OPCVM (Cas de l'Europe, des Etats Unis...) Nous pourrions ainsi éviter les confusions et l'investisseur assumera alors totalement ses choix. La notion de durée de placement recommandée doit être obligatoire dans les prospectus ainsi que dans la brochure commerciale diffusée sur l'OPCVM afin de permettre à l'investisseur de connaître quel doit être son horizon de placement.

CONCLUSION

A la fin de ce chapitre, nous déclarons que l'industrie des OPCVM, en Tunisie, reste en décalage important par rapport à celles étrangères en termes de volume d'actifs gérés. En effet, à partir des résultats de l'enquête que nous avons effectuée, nous pouvons expliquer ceci, en grande partie, par la situation des OPCVM mixtes. En effet, le passé tumultueux des premières SICAV mixtes au cours des années 90, a occasionné une grande réticence du public pour cette catégorie d'OPCVM. Ainsi, l'investissement institutionnel (OPCVM, Assurances, Banques, Caisses de retraite, Holding...) dans cette catégorie reste faible et ne représente que 10% de la capitalisation boursière. Néanmoins, la situation est très différente sur le marché obligataire où on est vraiment dans un marché d'institutionnels : les OPCVM détiennent 17% de l'encours des valeurs du trésor et 54% des emprunts privés. Quant 'au marché actions, ce dernier n'a pas encore vu se développer une composante institutionnelle importante. D'ailleurs, la part des OPCVM dans l'encours global de ce marché ne représente qu'environ 1%.

Ainsi, pour mettre des remèdes au mal positionnement des OPCVM tunisiens entant que vecteur de mobilisation de l'épargne longue sur le marché financier, nous avons proposé quelques recommandations à savoir, la dynamisation des canaux de mobilisation de l'épargne longue en agissant sur des leviers tels que l'assurance vie, l'épargne salariale et les régimes de retraite complémentaire par capitalisation, la mise en place des OPCVM monétaires et la consolidation des stratégies commerciales des intermédiaires en bourse. Ces recommandations sont, en majorité, proposées depuis 15 ans, chose qui confirme le faible

développement de cette industrie et au manque d'initiatives sérieuses visant la promouvoir et la joindre, ainsi, à la liste des pays développés.

L'aversion au risque une question qui a été posée au niveau de notre enquête. Les résultats dévoilent que 100% des intermédiaires ont confirmé que les OPCVM sont, en permanence, exposés aux risques et que chacun a sa manière de les gérer. Uniquement, la « **BIAT ASSET MANAGEMENT** » utilise un outil approprié pour gérer le risque de marché et le risque de liquidité qui est la VaR. Ainsi, nous nous focaliserons au niveau du troisième chapitre sur le sujet d'exposition des OPCVM au risque de marché et nous calculerons à cet effet la VaR de trois portefeuilles d'OPCVM de « **Tunisie Valeurs** ».

**CHAPITRE III. EXPOSITION DES OPCVM AU RISQUE
DE MARCHE : ADAPTATION DE LA « VALUE AT RISK »
A DES PORTEFEUILLES D'OPCVM CAS DE TUNISIE
VALEURS**



**SECTION I. EXPOSITION DES OPCVM AU RISQUE DE MARCHE :
SOUBASSEMENTS THEORIQUES ET JURIDIQUES**



**SECTION II. LA « VaR » : DEFINITION, FONDEMENTS
JURIDIQUES, APPROCHES DE MESURE, AVANTAGES ET
LIMITES**



**SECTION III. VALIDATION EMPIRIQUE DE LA « VaR » SUR
DES PORTEFEUILLES D'OPCVM : CAS DE TUNISIE VALEURS**

CHAPITRE III. EXPOSITION DES OPCVM AU RISQUE DE MARCHÉ : ADAPTATION DE LA « VALUE AT RISK » A DES PORTEFEUILLES D’OPCVM : CAS DE « TUNISIE VALEURS »

INTRODUCTION

Les risques financiers ne touchent pas, uniquement, les banques. Les OPCVM sont aussi menacés. Comme la plupart des placements, les OPCVM comportent des risques qui induisent des pertes aussi bien pour l’investisseur que pour le gestionnaire. En effet, la valeur de la plupart des OPCVM fluctue au même rythme que la valeur des placements qui les composent. Ainsi, le niveau de risque d’un OPCVM dépend du type des placements dans lesquels il investit. Généralement, plus le potentiel de rendement est élevé, plus le risque augmente. Par exemple, les actions sont exposées généralement à plus de risques que les obligations; un OPCVM en actions ordinaires a donc tendance à être plus risqué qu’un OPCVM à revenu fixe. Les OPCVM sont exposés à une multitude de risques notamment le risque de liquidité, le risque de la contrepartie et le risque de marché.

Nous concentrons, au niveau de ce chapitre, sur le risque de marché. Selon le rapport du comité de Bâle de Juin 2006 : Les risques de marché sont les risques de pertes sur les positions de bilan et hors bilan liées à la variation du prix du marché. Les risques propres à cette exigence sont liés aux instruments du portefeuille de négociation⁶⁵, aux risques sur produits de base et au risque de change. La mesure du risques de marché s’avère cruciale afin de mettre en place les moyens et les stratégies nécessaires pour les gérer. Ainsi, un ensemble d’approches de mesure ont été mises en place dont la plus connue est la Value at Risk.

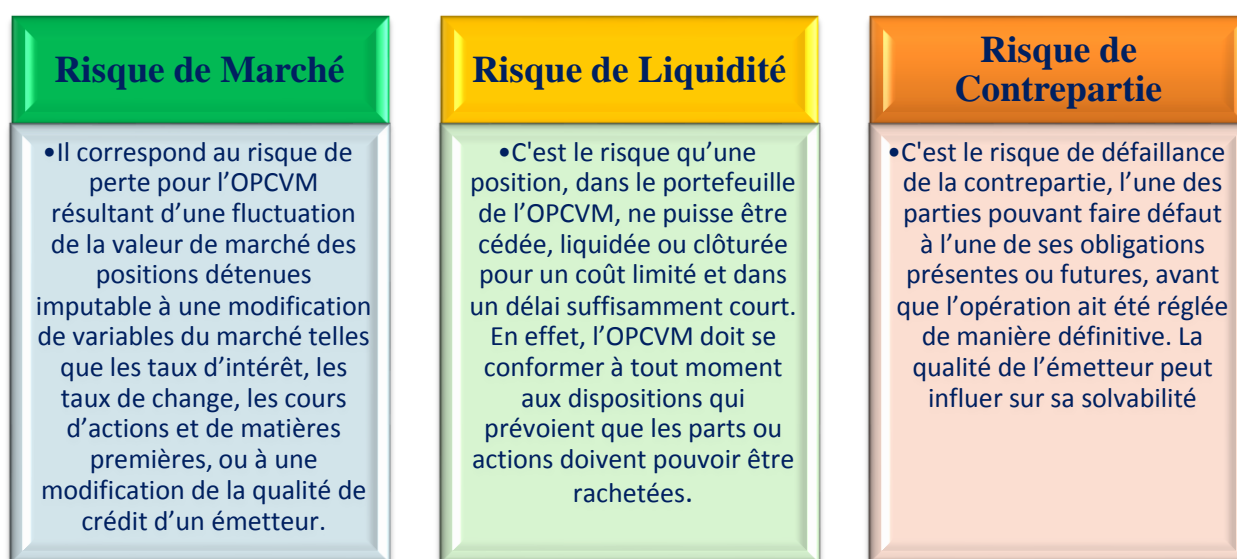
Avant d’aborder la notion de la « VaR » : sa définition, ses origines, ses approches de mesure et ses avantages et ses limites, nous nous attarderons sur la question d’exposition des OPCVM au risque de marché et la stratégie des organes de tutelle pour le gérer, en Tunisie, au Maroc

⁶⁵ Par portefeuille de négociation, on entend les positions sur instruments financiers et produits de base détenues à des fins de négociation ou dans le but de couvrir d’autres éléments du portefeuille de négociation. Pour être inclus dans le portefeuille de négociation aux fins du calcul des exigences de fonds propres réglementaires, ces instruments financiers doivent être exempts de clauses limitant leur négociabilité ou doivent pouvoir faire l’objet d’une couverture intégrale. En outre, les positions doivent être réévaluées fréquemment et avec précision et le portefeuille doit être géré activement.

et en Europe. Enfin, nous procéderons à effectuer une validation empirique de la « VaR » sur des portefeuilles d'OPCVM tunisiens.

SECTION I. EXPOSITION DES OPCVM AUX RISQUES DE MARCHE : SOUBASSEMENTS THEORIQUE ET JURIDIQUE

L'investissement dans les OPCVM génère divers risques pouvant léser aussi bien l'investisseur que le gestionnaire. Ces risques sont illustrés dans le graphique ci-dessous.



Nous présenterons, au niveau de cette section, d'abord, une revue de littérature qui illustrera les travaux de différents auteurs sur le thème d'exposition des OPCVM au risque. Nous présenterons, également, la réglementation européenne, marocaine ainsi que tunisienne, mises en place, afin de maîtriser l'exposition des OPCVM au risque.

I-1. REVUE DE LA LITTERATURE

Les dernières années ont été marquées par une expansion spectaculaire des OPCVM, partout dans le monde. Face à l'évolution des instruments financiers, négociés sur la base d'une valeur de marché, les OPCVM se sont trouvés obligés de consacrer plus d'efforts pour mesurer et contrôler leur exposition, notamment, au risque de marché. Dans ce contexte, plusieurs interrogations ont été posées sur l'efficacité des outils traditionnels de mesure, de la prévision et du contrôle des risques liés aux activités financières. En fait, il est apparu que le point commun de toutes les crises financières est la défaillance des systèmes de mesure,

gestion et contrôle des risques. Ainsi, ces facteurs ont soutenu l'apparition de nouvelles mesures du risque de marché, comme la VaR. Depuis son apparition au cours de cette dernière décennie, la VaR a été imposée comme une indéniable mesure du risque de marché, compte tenu de sa principale contribution qui réside dans son aptitude à transformer des risques complexes en un seul nombre quantifiable, simple et compréhensible. Nous présenterons, ci-après, l'avis de différents auteurs qui ont pris pour étude le sujet d'exposition des OPCVM au risque, notamment, au risque de marché. Parmi eux, des auteurs qui ont essayé de quantifier ce risque.

Dans leur article « Risk of the Collective Investment and Investment Portfolio », (**Erika Spuchl'akova, Katarina Frajtova Michalikova et Maria Misankova, 2015**) ont déclaré que les OPCVM sont exposés à deux catégories de risques ; des risques spécifiques et des risques de marché. La première catégorie englobe, selon les auteurs, le risque d'affaire, le risque de transaction, le risque de territoire et le risque législatif. La seconde catégorie englobe le risque de taux d'intérêt, le risque de réinvestissement, le risque d'inflation, le risque de change et le risque de liquidité. Le même article a évoqué aussi la théorie moderne du portefeuille⁶⁶ traitée par Markowitz. Ce dernier, a décrit l'allocation optimale de ressources et de capitaux, visant avoir le maximum de rendement et le minimum de risque pour le fonds d'investissement.

Cependant, les constatations des auteurs ont été mises en cause par « **Iordanis Karagiannidis et Nadia Vozlyublennaia, 2016** » dans leur article « Limits to mutual funds' ability to rely on mean/variance optimization ». Ils ont comparé les rendements rapportés par les FCP aux rendements obtenus à partir d'une moyenne / variance d'un portefeuille optimisé.

⁶⁶ La théorie expose comment des investisseurs rationnels utilisent la diversification afin d'optimiser leur portefeuille, et quel devrait être le prix d'un actif étant donné son risque par rapport au risque moyen du marché. Le modèle fait la double hypothèse que

- les marchés d'actifs financiers sont efficients. C'est l'hypothèse d'efficacité du marché selon laquelle les prix et rendements des actifs sont censés refléter, de façon objective, toutes les informations disponibles concernant ces actifs.
- les investisseurs ont de l'aversion envers le risque (comme montré par Daniel Bernoulli) : ils ne seront prêts à prendre plus de risques qu'en échange d'un rendement plus élevé. À l'inverse, un investisseur qui souhaite améliorer la rentabilité de son portefeuille doit accepter de prendre plus de risques. L'équilibre risque/rendement jugé optimal dépend de la tolérance au risque de chaque investisseur.

Les résultats suggèrent que les fonds ont tendance à surperformer ou sous-performer le portefeuille optimisé.

(Najand et Prather, 1999) prouvent que les investisseurs de l'Etat sont susceptibles d'être concernés par le risque systématique d'un fonds sur son horizon de placement. Autre étude menée par **(Bryant et Liu, 2009)**, qui ont enquêté sur les retombées des risques résultant de la différenciation de la structure de risque des fonds gérés. Ils constatent que, pour un gestionnaire qui gère plusieurs fonds avec des catégories à risques multiples (à la fois des fonds à haute et faible niveau de risque), au moins l'un des fonds sous gestion aurait un risque plus élevé que le groupe comparable. L'étude menée par **(Lonnie L. Bryant et Hao-Chen Liu, 2011)** est consacrée à analyser l'impact de la différenciation de la structure de gestion de risque sur la richesse des actionnaires.

(Evangelos Benos, Marek Jochec et Victor Nyekel, 2010) ont évoqué le principe de « Market Timing »⁶⁷ dans leur article « Can mutual funds time risk factors ». En effet, les auteurs ont utilisé les observations quotidiennes de 448 fonds gérés activement, afin d'évaluer la capacité des gestionnaires de fonds à repérer à temps les facteurs de risque systématique. Ils ont conclu que les gestionnaires de fonds ne semblent pas être capables de synchroniser les facteurs de risque.

L'exposition des fonds monétaires au risque crédit a été traitée par **(Sean Collins et Emily Gallagher, 2015)**. Ces derniers, ont mesuré le risque de crédit des fonds du marché monétaire (MMF). Ils ont étudié, également, son évolution au cours de la crise de la zone euro de 2011-2012. Pour ce faire, ils ont estimé que la perte attendue est nulle sur le portefeuille de chaque fonds. Ils ont procédé aussi à l'évaluation par la méthode de « Monte Carlo » du coût de l'assurance d'un fonds contre les pertes qui excèdent 50 points de base. Par ailleurs, les auteurs ont conclu que l'augmentation du risque de crédit du Fonds Monétaire, au second semestre de 2011, reflète la contagion dans le système bancaire mondial couplée au ralentissement de la croissance économique mondiale, et non pas aux mesures prises par le FMM.

(Jason Foran et Niall O'Sullivan, 2014) ont prouvé le rôle important du niveau de liquidité disponible ainsi que le risque de liquidité systématique, au Royaume-Uni dans l'amélioration de la performance des fonds communs de placement.

⁶⁷ C'est une opération d'arbitrage consistant à tirer profit d'un écart entre la valeur comptable d'un fonds et sa valeur de marché.

(**Amihud et Mendelson, 1986**) soutiennent que les actions non liquides devraient gagner une prime par rapport aux actions liquides afin de compenser les investisseurs pour les coûts de transaction encourus qui peuvent réduire leurs rendements futurs.

Dans son article, « la Value-at-Risk en SICAV, Quelle méthodologie d'estimation », (**Ahlem Guesmi, 2008**) a visé déterminer la méthodologie la plus pertinente assurant la prévision des pertes potentielles que confrontent les portefeuilles de 14 SICAV tunisiennes. Ainsi, elle a appliqué les trois approches de la VaR. L'auteur a conclu après un back-testing, que la simulation Monte Carlo est la méthode d'estimation des pertes la plus fiable.

Dans leur article « Value at Risk as a tool for Mutual Funds Performance Evaluations », (**Reza Tehani, Saeed Minza Mohammadi ET Neda Sadat Nejadolhosseini, 2014**) ont, également, calculé la VaR paramétrique en utilisant le modèle GARCH et la simulation Monte Carlo de 20 FCP. Le test de « Kupiec » a confirmé aussi un meilleur pouvoir prédictif de la simulation Monte Carlo par rapport à la méthode paramétrique. Les auteurs ont, par la suite, calculé un indicateur de mesure de la performance en utilisant la VaR. Cet indice est appelé « L'indice de Sharpe Ajusté »⁶⁸.

Une autre étude menée par (**Diarassouba Abdul Mohamed, 2014**) a consisté à concevoir un modèle de mesure du risque de marché pour un OPCVM par la Value at Risk. Après avoir la calculé, l'auteur a testé sa validité en la comparant avec les pires pertes pour savoir à quelle fréquence elle a été dépassée. Ainsi, si la VaR, calculée à 99%, est dépassée à une fréquence supérieure à 1% ou plus de 5% pour une VaR calculée à 95%, alors la VaR ne sera pas valide. Sur la base de la VaR, l'auteur a déterminé aussi le capital économique que l'OPCVM doit prévoir pour absorber son risque de marché.

Après avoir présenté des travaux ayant pris le sujet d'exposition des OPCVM au risque de marché comme objet d'étude. Nous aborderons, dans la partie suivante, l'expérience de l'Europe, du Maroc et de la Tunisie en termes de gestion du risque de marché. Ce risque peut, en fait, léser la performance des OPCVM d'une part et les droits des investisseurs d'autre part, ainsi l'intervention des autorités du marché est indispensable.

⁶⁸ $Ice\ de\ Sharpe\ Ajusté = \frac{(R-R_f)}{VaR}$ Avec ; R est le rendement journalier de l'OPCVM et Rf est le rendement de l'actif sans risque.

I-2. GESTION DU RISQUE DE MARCHE EN EUROPE, AU MAROC ET EN TUNISIE

I-2-1. CAS DE L'EUROPE

En janvier 2005⁶⁹, l'Autorité du Marché Financier « AMF » a classifié les OPCVM en trois classes différentes à savoir les OPCVM à vocation générale, les OPCVM réservés à certains investisseurs et les OPCVM d'épargne salariale. Ce classement est en fonction du risque encouru par les porteurs et de l'exposition réelle de l'OPCVM à certains marchés. L'AMF a défini 11 classes dans lesquelles les OPCVM à vocation générale et ceux réservés à une certaine catégorie d'investisseurs peuvent être classés (Voir Annexe N° 2).

Depuis le 1er Juillet 2011, l'AMF a mis en place le document d'Informations Clé pour l'Investisseurs « DICI », ce document, qui illustre des informations sur les risques de marché auxquels l'OPCVM est exposé, est commercialisé par les intermédiaires en bourse. Le profil de risque et de rendement est modelé par une échelle allant de 1 à 7. Le profil de risque pourra évoluer dans le temps, toutefois, un OPCVM actions demeurera, toujours, plus risqué qu'un OPCVM monétaire et son profil de risque s'approchera de 7. Le score présenté sur cette échelle est, en fait, une appréciation du niveau de risque ainsi que du potentiel de rendement du fonds.

Dans un souci d'évaluation des risques de marché, un indicateur synthétique de risque et de rendement est, également, calculé selon les dispositions définies par la directive Européenne UCITS IV⁷⁰. Le profil de risque d'un OPCVM, est déterminé selon la volatilité des cours passés ainsi que sur les types de risques encourus. « Pour placer un fonds sur cette échelle, l'indicateur utilisé est sa « volatilité », mesurée par la variation moyenne de sa valeur sur les 5 dernières années. Cet indicateur traduit la tendance du fonds à fluctuer, plus ou moins fortement, à la hausse ou à la baisse. Lorsque la volatilité est élevée, la possibilité de gain est plus importante, mais le risque de perte l'est aussi.

⁶⁹ L'instruction 2005-04 du 25 janvier 2005 prise en application des articles 413-22 à 413-40 du règlement général de l'AMF.

⁷⁰ La Directive UCITS IV (Undertakings for the Collective Investment In Transferable Securities) a été adoptée par le Parlement européen le 13 janvier 2009 et sera mise en vigueur dès le 1er juillet 2011. Son objectif est de favoriser la distribution des fonds UCITS entre les Etats de l'UE, d'avoir une meilleure intégration du marché commun et de rendre l'information plus transparente auprès de l'investisseur

Malgré que les OPCVM obligataires aient un rendement fixe quelque soit la variation des valeurs liquidatives, ils demeurent menacés par le risque de taux. Ce risque est induit, entre autre, par le type de la méthode d'évaluation de la valeur liquidative choisi. En France, par exemple, les OPCVM doivent valoriser leur portefeuille-titre et leurs opérations à terme fermes et conditionnelles à la valeur actuelle⁷¹. L'idéal est d'utiliser, en fait, la méthode actuarielle pour évaluer les produits de taux. En effet, L'application de cette méthode se traduira par une variation des valeurs liquidatives en fonction de la variation des taux d'intérêt prévalant sur le marché. Elle va de ce fait attribuer un caractère volatil aux valeurs liquidatives.

I-2-2. CAS DU MAROC

Le CDVM au Maroc a mis en place un ensemble de règles prudentielles permettant d'encadrer le risque relatif à la composition des actifs des OPCVM. En effet, il impose un ensemble de ratios prudentiels que l'ensemble des gestionnaires des OPCVM sont tenus de les respecter (Voir Annexe N°3). Le CDVM veille à gérer les différentes catégories de risques pouvant léser la stabilité du marché financier. Dans ce cadre, il a classé les OPCVM marocains en six familles. Chacune de ces six familles comporte un indicateur qui informe sur le niveau de risque encouru par l'OPCVM (Voir Annexe N°4).

Au Maroc, les titres de créance émis par les émetteurs publics ou privés, négociables sur un marché réglementé, sont évalués en actualisant l'ensemble des montants restant à percevoir sur la durée de vie restante à courir jusqu'à l'échéance des titres. L'actualisation se fait en utilisant la courbe des taux publiée quotidiennement par Bank Al Maghrib (la Banque Centrale du Royaume du Maroc) et calculée sur la base des dernières données disponibles des transactions sur les bons du Trésor émis par adjudications effectuées sur les marchés primaires et/ou secondaires afférents à ces bons et majoré, le cas échéant, d'une prime de risque représentative des caractéristiques intrinsèques de l'émetteur des titres.

A cet effet, et pour chaque émetteur autre que l'Etat, une courbe des primes de risque est déterminée par le gestionnaire en considérant l'ensemble des primes de risque observées à l'émission de chaque titre de créance dudit émetteur. La prime de risque, ainsi obtenue, n'est pas ajustée, sauf si, à un moment donné, les conditions économiques et financières de

⁷¹ Valeur de marché

l'organisme émetteur sont considérablement modifiées. Il est à signaler que la prime de risque peut être augmentée ou diminuée par l'OPCVM qui en informe immédiatement le CDVM, en apportant les justifications nécessaires. Au cas où le CDVM considérerait que cette modification n'est pas justifiée, l'OPCVM devra la rectifier en conséquence.

I-2-3. CAS DE LA TUNISIE

L'intervention sur les marchés financiers à travers les différentes structures d'OPCVM expose les investisseurs à des risques de plusieurs natures (Cités ci-dessus). Afin de gérer ces risques et minimiser leurs effets, le CMF a défini des ratios pour mesurer les risques liés aux actifs composant le portefeuille des OPCVM. Ces ratios s'appliquent aux différentes catégories d'OPCVM avec des contraintes plus ou moins flexibles en fonction des investisseurs. Ils rassemblent :

✓ **Les ratios liés aux investissements en titres d'un même émetteur**

Une SICAV ne peut détenir plus que 10% d'une même catégorie de valeurs mobilières d'un même émetteur sauf s'il s'agit de l'Etat, des collectivités locales ou de valeurs mobilières garanties par l'Etat.

✓ **Les ratios liés à chaque investissement par rapport à l'actif net**

Une SICAV ne peut employer au titre d'une même entreprise plus de 10% de son actif net sauf s'il s'agit de l'Etat, des collectivités publiques locales ou de titres garantis par l'Etat.

✓ **Les ratios liés aux investissements en actions ou en parts d'OPCVM**

Les OPCVM ne peuvent employer plus de 5% de leurs actifs nets en parts ou actions d'autres OPCVM.

✓ **Les ratios liés aux investissements en valeurs mobilières**

Toute SICAV doit justifier au bout de 12 mois à compter de sa création, de l'emploi de son actif net en valeurs mobilières à hauteur de 80%.⁷²

⁷² Cela se réalise dans les proportions suivantes :

Nous sommes intéressés au niveau de cette section d'étudier l'exposition des OPCVM aux risques marché, en particulier au risque actions. Cependant, ce risque ne touche pas les OPCVM obligataires étant donné que le rendement de ces derniers est fixe quelque soit la variation de la valeur liquidative. Néanmoins, ils restent menacés par la variation des taux d'intérêts. Dans ce cadre, il est à signaler que l'évaluation de la valeur liquidative en Tunisie, est régit par la norme comptable N° 17.

La norme comptable N°17 relative au portefeuille-titres et autres opérations effectuées par les OPCVM, et notamment ses paragraphes 17, 18 et 19, a précisé la méthode d'évaluation des obligations et valeurs assimilées dans le portefeuille des OPCVM. En effet, le paragraphe 17 a déterminé les méthodes d'évaluation qui sont au nombre de 3. Ainsi, ces titres de créance sont évalués à **la valeur du marché** lorsqu'elles ont fait l'objet de transactions ou cotations à une date récente. En l'absence de transactions ou de cotations depuis leurs acquisitions, les obligations et valeurs assimilées sont évalués au **prix d'acquisition**. S'il est estimé que ni la valeur du marché ni le prix d'acquisition ne constitue une base raisonnable de la valeur de réalisation du titre, l'OPCVM peut l'évaluer selon **la valeur actuelle**⁷³.

Actuellement, et faute d'avoir un marché secondaire actif, en Tunisie, les obligations et valeurs assimilées sont évaluées au prix d'acquisition. Cette méthode a le mérite d'enrayer toute volatilité des valeurs liquidatives des OPCVM obligataires, et d'assurer à leurs souscripteurs une rémunération annuelle en progression régulière, ce qui correspond

* Dans une proportion d'au moins 50 % de valeurs mobilières admises à la cote de la bourse ou actions ou parts d'organismes de placement collectif ; d'emprunts obligataires ayant fait l'objet d'opérations d'émission par appel public à l'épargne ou de bons du trésor assimilables et emprunts obligataires garantis par l'Etat.

* Dans une proportion n'excédant pas 30 % de valeurs mobilières représentant des titres de créance à court terme émis par l'Etat et de valeurs mobilières représentant des titres à court terme négociables sur les marchés relevant de la BCT.

* La proportion de 20 % restante est constituée de liquidités et de quasi-liquidités.

Toutefois, selon le dernier paragraphe de l'article 2 du décret n° 2001-2278 du 25 septembre 2001 portant application des dispositions des articles 15, 29, 35, 36 et 37 du code des OPC tel que complété par le décret n°2002-1727 en date du 29 juillet 2002, les OPCVM peuvent utiliser 80% au moins de leurs actifs pour l'acquisition de titres de capital de sociétés admises à la cote de la Bourse et le reliquat (20%) à l'acquisition de bons du trésor assimilables. Cette obligation est réputée satisfaite, si le montant non utilisé dans les conditions précitées ne dépasse pas 2% des actifs.

⁷³ Le paragraphe 18 de la NC 17 mentionne une des conditions qui pourraient justifier l'évaluation des obligations et valeurs assimilées selon la valeur actuelle. Cette condition est l'apparition d'une variation significative du taux de rémunération des placements similaires récemment émis. Quant au paragraphe 19, il a précisé la technique de l'évaluation selon la méthode actuarielle qui consiste en l'actualisation des flux de trésorerie futurs générés par ledit titre à la date d'évaluation. Le taux d'actualisation à retenir correspond au taux de rémunération des placements similaires récemment émis en termes de rendement et de risque.

parfaitement à leurs attentes et à leur perception de ce produit comme étant un produit sans risque et à rendement stable. Toutefois, cette situation a fait naître une déconnexion entre les mouvements des taux d'intérêt et la valorisation de ces obligations dans le portefeuille des OPCVM, puisque ces dernières ne procèdent pas, immédiatement, à des ajustements en fonction de l'évolution des taux.

Ainsi, le résultat d'une hausse des taux sur les valeurs des obligations, ne va pas se traduire immédiatement sur les valeurs liquidatives, ce qui permet aux anciens porteurs de parts de pouvoir demander le rachat de leurs parts, sans subir les conséquences de leurs choix d'investissement initiaux. A l'opposé, une baisse des taux qui devrait être matérialisée par une plus-value sur le portefeuille obligataire fera progresser la valeur liquidative, lequel profit sera partagé de manière identique entre tous les porteurs de parts, sans égard à leurs durées de détention effectives.

L'exposition des OPCVM obligataires au risque de taux demeure une problématique ouverte en Tunisie. Cependant, « Récemment la variation des taux d'intérêts, en Tunisie, est caractérisée par une quasi-stabilité : 3 ou 4 changements depuis 2011 et que des baisses de taux avant 2011, sauf en 2006 il y a eu une augmentation. Ainsi, la problématique de l'effet de la variation des taux d'intérêts sur la valorisation des OPCVM n'est pas trop inquiétante. »⁷⁴.

Cette première section a ciblé mettre le sujet d'exposition des OPCVM au risque de marché dans son cadre théorique et réglementaire. Ainsi, nous avons évoqué des travaux qui ont pris en considération ce sujet. Nous avons, également étudié le cadre réglementaire qui gère l'exposition des OPCVM au risque de marché en Europe, au Maroc ainsi qu'en Tunisie. Après avoir dévoilé la menace que peut poser le risque de marché pour les OPCVM et les différentes stratégies et techniques utilisées par les organes de tutelle de chaque pays pour le gérer et le maîtriser d'avantage. La VaR, comme nous l'avons déjà mentionné, est la méthode appropriée pour mesurer le risque de marché. Ainsi, nous décelerons ses principales caractéristiques au niveau de la section suivante.

⁷⁴ Mr Mohamed Ali Daoues, Ex- Gouverneur de la BCT

SECTION II. LA « VaR » : DEFINITION, FONDEMENTS JURIDIQUES, APPROCHES DE MESURE, AVANTAGES ET LIMITES

La valeur à risque représente l'un des outils les plus fondamentaux de mesure du risque financier, en particulier, du risque de marché. Ce nouvel outil est adopté par le secteur financier, en particulier, le secteur bancaire, dans le cadre de trois principaux événements. Le premier, en octobre 1994, par le système Risk Metrics, développé à l'origine par la banque américaine JP Morgan (Morgan, 1996). Le deuxième événement était en 1996 dans le cadre de l'amendement du Comité de Bâle concernant la mise en place d'un modèle standard de mesure des risques de marché par les banques, afin de calculer leurs fonds propres réglementaires. Les nouvelles règles ont incité les banques à développer des systèmes internes sophistiqués de mesure de risque, c'est celui de la Value at Risk. Et le troisième événement est né, en 1997, aux Etats Unis conséquence à la mise en place des règles de communication relatives aux produits dérivés par la "Securities and Exchange Commission". Depuis ces dates, la VaR a devenu une mesure standard du risque de marché et elle demeure, désormais, utilisée comme un paramètre significatif de prise de décisions stratégiques dans toutes les grandes institutions financières.

Aa niveau de cette section, nous définissons la VaR ainsi que ses paramètres, puis nous nous attardons sur l'exposition de ses différentes approches de mesure. Enfin, nous finissons par la présentation de ses avantages et inconvénients.

II-1. DEFINITION ET COMPOSANTES DE LA VAR

II-1-1. DEFINITION

La banque JP Morgan (1996), a défini la VaR comme suit : « La Value-at-Risk est une mesure de la variation de potentiel maximum de la valeur d'un portefeuille d'instruments financiers avec une probabilité donnée sur un horizon prédéterminé. Elle répond à la question : combien puis-je perdre avec X% de probabilité sur un horizon de temps donné ? ».

Godlewski et al. (2010) ont indiqué, également, que l'objectif de la mesure de la VaR peut être récapitulé par l'information suivante : « Nous sommes certains à X% que nous ne perdrons pas plus de V euros dans les T prochains jours ». Sachant que la variable « V » est la VaR du portefeuille. Il s'agit en fait du niveau de pertes dans les « T » prochains jours que l'on est certain de ne pas dépasser avec une probabilité de X%.

II-1-2. COMPOSANTES

D'après la définition du comité de Bâle, nous distinguons généralement quatre catégories de risque de marché à savoir le risque de taux d'intérêt, le risque change, le risque de positions sur titres de propriété et le risque sur produits de base (Voir Annexe N° 2).

II-2. CADRE REGLEMENTAIRE DU RISQUE DE MARCHE

Quatorze années se sont écoulées après la faillite de Herstatt, soit en 1988, le directeur de la banque d'Angleterre, Peter Cooke, réunit les directeurs des banques centrales de 10 pays (G10). La réunion qui a eu lieu à Bâle, a pour objet la définition des règles de prudence permettant aux banques d'éviter les risques de faillite.

❖ L'ACCORD DE BALE I

Le Comité de Bâle a publié en juillet 1988 l'accord relatif au ratio international de solvabilité ou ratio Cooke. Ce ratio impose que les fonds propres soient au moins égaux à 8 % des actifs totaux de la banque et des activités de hors bilan, pondérés par des coefficients forfaitaires⁷⁵ de risque. La mise en place de ce ratio était une première étape vers l'instauration d'une approche prudentielle fondée sur une norme de fonds propres.

Les accords de Bâle I sont fondamentaux pour la réglementation du système bancaire, mais ils se révèlent rapidement insuffisants. Pour corriger les limites du ratio Cooke qui ne couvre pas tous les risques requis par la banque, le comité de Bâle a proposé une nouvelle pondération qui repose sur une appréciation plus fine des risques. Le nouvel accord de Bâle, élaboré en 2004 et mis en vigueur en 2006, intègre le nouveau ratio de Mc Donough qui prend en compte les autres aspects de risques (les risques de marché et les risques opérationnels).

❖ L'ACCORD DE BALE II

L'accord de Bâle II recommande aux banques, quand à la mesure des risques de marché, deux approches différentes : l'approche standard et l'approche interne.

⁷⁵ Selon les accords de Bâle I, Le risque de crédits était pondéré à des valeurs inférieures à 100% selon la nature de la contrepartie. Ainsi, certains crédits étaient pondérés à 50% (crédits garantis par une hypothèque), 20% (contrepartie bancaire, organisme international ou Etat non-OCDE) ou même 0% (contrepartie = Etat OCDE).

✓ L'APPROCHE STANDARD

La méthode standard permet d'évaluer le risque spécifique à chaque composante des risques de marché en se référant principalement à des pondérations simples. Cependant, les résultats qui en découlent ne sont pas assez performants. En effet, cette approche ne permet pas d'intégrer les événements anormaux récents survenus sur le marché ainsi que le non prise en compte des corrélations qui existent entre les différents paramètres de marché.

✓ L'APPROCHE INTERNE

Les accords de Bâle II proposent, à part la méthode standard, une approche interne qui se base sur le concept de la Value at Risk, notée VaR, en donnant, aux institutions concernées, la liberté de développer le modèle qui leur convient (VaR historique, Simulation Monte Carlo...) à condition de respecter des critères qualitatifs et quantitatifs.

- *Critères qualitatifs*

Selon le rapport du comité de Bâle (2006), les principaux critères qualitatifs sont les suivants :

- La banque doit disposer d'une unité indépendante de contrôle des risques, responsable de la configuration et de l'exploitation du système de gestion des risques.
- Le Conseil d'Administration et la Direction Générale doivent être activement associés au processus de contrôle des risques et le considérer comme un aspect essentiel de l'activité de l'établissement, auquel il convient de consacrer des ressources importantes.
- Les modèles internes de mesure des risques de la banque doivent être étroitement intégrés à la gestion journalière de ces risques.
- Un programme rigoureux de simulations de crise, effectuées à intervalles réguliers, doit compléter l'analyse des risques fondée sur les résultats quotidiens des modèles internes, qui doivent être examinés périodiquement par la Direction Générale.

- *Critères quantitatifs*

Les principaux critères quantitatifs sont les suivants :

- La VaR doit être calculé sur une base de données journalière.

- La période d'observation pour le calcul doit être au minimum égale à un an
- Les bases de données de la banque doivent être mises à jour constamment.
- Le niveau de confiance doit être égal à 99%.

II-3. LES PARAMETRES DE LA VaR

L'utilisateur de la VaR doit choisir deux paramètres : Il s'agit de l'horizon temporel et du seuil de confiance (Godlewski et al. (2010)).

II-3-1. L'HORIZON TEMPOREL

La détermination de l'horizon temporel sur lequel on estime le risque est indispensable pour l'estimation de la VaR. Il présente le temps nécessaire pour couvrir la position du portefeuille. Selon (Godlewski et al. 2010), plus ce paramètre est long plus les pertes peuvent être importantes. Pour que sa position devienne liquide, un trader calcule, en général, les pertes et les profils chaque jour. Cependant, les autorités de contrôle bancaire ont choisi 10 jours ouvrés comme horizon de temps de mesure de la VaR pour la détermination des fonds propres réglementaires, sachant que :

$$\text{VaR à N jours} = \text{VaR à 1 jour} \times \sqrt{N}$$

Cette formule est utilisée si les variations de la valeur du portefeuille sont indépendantes et ont une distribution normale, de moyenne nulle, sur N jours successifs. Dans les autres cas, cette formule est approximative.

II-3-2. L'INTERVALLE DE CONFIANCE

L'intervalle de confiance correspond au pourcentage de temps pour lequel la firme ne perdait pas, à priori, plus que le montant de la VaR. Dans ce cadre, les valeurs à risque publiées par les institutions financières représentent les pertes maximales encourues, calculées généralement à un seuil de confiance de 99 %.

II-4. LES DIFFERENTES APPROCHES DE MESURE DE LA VaR

Le calcul de la VaR pour le risque de marché se réalise, généralement, en utilisant une des trois méthodes suivantes : La Méthode Historique, La Méthode de Simulation de Monte Carlo ou La Méthode Paramétrique.

II-4-1. LA METHODE HISTORIQUE

La méthode historique se repose sur l'utilisation de données observées des variations journalières des variables de marché afin d'estimer la distribution de probabilité des variations futures de la valeur du portefeuille (Godlewski et al., 2010). En effet, la méthode historique admet que les évolutions futures du marché seront similaires aux évolutions passées. Pratiquement, cette méthode consiste à rassembler les données historiques des gains et des pertes journalières du portefeuille sur la période considérée et on l'applique par la suite aux positions détenues du jour afin de déduire la distribution des pertes possibles. Supposons que nous voulions calculer la VaR à un jour au seuil de 99%, VaR (99%, 1j), à partir d'un historique de 500 données journalières. Pour faire, nous allons suivre la démarche suivante :

- ✓ Identifier les variables de marché pertinentes, nous prendrons ici l'exemple des prix de marché.
- ✓ Collecter des données sur les 500 jours qui viennent de s'écouler.
- ✓ Relever pour chaque jour, les rendements correspondants⁷⁶.
- ✓ Classer les 500 valeurs par ordre croissant.
- ✓ Pour obtenir la VaR (X%, 1j), il suffit de rechercher une valeur de classement en utilisant la formule suivante⁷⁷ :

$$VaR(X\%, 1j) = N * (100\% - X\%)$$

Avec N est le nombre de données historiques. Dans notre cas, N=500, si l'on souhaite obtenir une VaR à 99% il suffit de relever la 5ème valeur obtenue, $(500 * (100\% - 99\%))=5$.

⁷⁶ S'il s'agit d'une distribution de données discrètes, le rendement est calculé selon la formule suivante : $(R_t - R_{t-1}) / R_{t-1}$
Si la distribution des données est continue, le rendement est calculé selon la formule suivante : $\ln(R_t / R_{t-1})$

⁷⁷ Cette formule ne peut nous déterminer que le rang de la valeur de la perte, généralement, La VaR estimée correspond ainsi à la perte du premier centile, définie par le cinquième plus petit rendement du portefeuille. Nous sommes donc certains à 99% que la perte réalisée ne dépassera pas la VaR. D'une façon générale, la VaR est alors définie comme un quantile de la distribution empirique de ces probabilités futures selon le niveau de confiance choisi $\alpha\%$. Pour trouver directement la VaR par l'outil « Excel », nous appliquons la formule suivante : = centile(X% ; 1- $\alpha\%$)

II-4-2. LA SIMULATION DE MONTE CARLO

La méthode de Monte-Carlo est une méthode numérique, qui utilise des tirages aléatoires pour réaliser le calcul d'une quantité déterministe. Cette méthode est à mettre en parallèle avec la méthode historique, pour le calcul de la VaR. Ainsi, le calcul ne sera plus être basé sur des données historiques, mais sur des données simulées de manière aléatoire. De la même manière, on déterminera ainsi les gains et pertes réalisés, par la suite on triera de nouveaux ces-derniers de manière croissante puis nous choisirons une des données en fonction de la précision désirée.

II-4-3. LA METHODE PARAMETRIQUE

La méthode paramétrique, appelée également méthode analytique. Elle est connue, d'une façon générale, sous le nom de la méthode de variance-covariance. Elle a été développée par la banque américaine JP Morgan en 1994. L'exemple le plus connu étant son système Risk Metrics qui pose des hypothèses visant à simplifier le calcul de la Value at Risk. Ces hypothèses sont :

- ✓ Les variations des facteurs de risques suivent une loi normale : les lois de probabilité qui régissent les distributions des rendements des différents actifs (ou facteurs de risque) sont normales.
- ✓ La relation entre les variations des valeurs du portefeuille et les variations des valeurs du marché est linéaire, cela signifie que l'évolution des rendements d'un actif peut s'écrire sous la forme suivante : $R_t = \mu + \sigma \epsilon_t$ ⁷⁸
- ✓ Les paramètres statistiques mesurés sur la distribution observée des variations de prix ou des rendements sont de bonnes estimations de ces mêmes paramètres pour l'horizon pour lequel on estime la VaR « c'est l'hypothèse de la stationnarité ».

La VaR Paramétrique est calculée pour, un **Titre i**, selon la formule suivante :

⁷⁸ Où les variables aléatoires ϵ_t sont supposées indépendantes et identiquement distribuées (i.i.d) de la loi normale de moyenne nulle et de variance égale à 1. Les paramètres μ et σ sont données par : $E(r_t) = \mu$ et $\text{var}(r_t) = \sigma$

$$VaR_{(h,p)} = \mu_i - z_p \delta_i$$

Sachant que, h est l'horizon de calcul de la VaR et z_p est le quintile de la distribution normale associée à la probabilité p .

II-5. AVANTAGES ET LIMITES DES APPROCHES DE MESURE DE LA VAR

Il est important de signaler qu'il n'existe pas de méthodes parfaites pour le calcul de la VaR. Chaque modèle présente des avantages et des inconvénients. Ci-dessous, le « Tableau N°2 » illustre les avantages et les inconvénients des différentes approches de mesure de la VaR.

Tableau n° 2 : avantages et inconvénients des différentes approches de mesure de la VaR

Méthode	Avantages	Inconvénients
Paramétrique	<ul style="list-style-type: none"> - Calculs rapides et simples à mettre en œuvre. - Nécessite seulement la matrice de covariance. 	<ul style="list-style-type: none"> - Inadaptée aux instruments non linéaires (Option ...) - Inadaptée aux distributions non normales et aux queues de distribution épaisses.
Historique	<ul style="list-style-type: none"> - Peu couteuse en calculs. - Pas de prise en compte de la distribution. 	<ul style="list-style-type: none"> - Inadaptée aux produits dérivés. - Nécessite un historique suffisamment grand.
Monte-Carlo	<ul style="list-style-type: none"> - Convient à tous les types d'instruments financiers. 	<ul style="list-style-type: none"> - Méthode de simulation très lourde avec d'énormes calculs

Source : Auteur

Afin d'être plus pragmatique, nous procéderons, au niveau de la section prochaine, à mesurer le risque de marché par la VaR. Généralement, dans le cas des OPCVM, on peut calculer la VaR sur la base des Valeurs liquidatives, qui représentent le cours de l'OPCVM. Nous appliquerons la VaR sur des portefeuilles d'OPCVM que nous présenterons, plus tard, leurs caractéristiques.

SECTION III- VALIDATION EMPIRIQUE DE LA « VaR » SUR DES PORTEFEUILLES D'OPCVM : CAS DE TUNISIE VALEURS

Durant la dernière décennie, le développement des activités de marché et les pertes subies par les institutions financières ont exigé de la part des acteurs du marché, et notamment les gérants de portefeuilles, une maîtrise des risques de marché. Les OPCVM, en Tunisie, sont exposés, de plus en plus, aux risques de marché. Face à cette situation, il paraît nécessaire de mettre en place des moyens et des stratégies permettant une gestion plus fine et une estimation plus exhaustive de ces risques. La meilleure stratégie, en fait, est de prévenir les pertes afin de prévenir aussi les moyens pouvant les maîtriser. « **Tunisie Valeurs** » et « **BNA CAPITAUX** », deux intermédiaires en bourse, dont le volume d'actifs gérés sur le marché, représente 50% de l'actif global des OPCVM mixtes. Ainsi, toute perturbation ou évolution défavorable du marché affectant négativement les valeurs de Tunisie Valeurs et/ou BNA Capitaux, demeure une menace pour le marché entier.

Cette section est consacrée à quantifier le risque de marché en particulier le risque actions à travers le modèle VaR, exigé par le comité de Bâle, dans le cadre de l'approche interne de mesure des risques de marché. Par ailleurs, nous allons tester sa performance par le biais d'un Backtesting. Nous présenterons, en premier lieu, la méthodologie de notre étude empirique. Ensuite, dans le cadre de calcul de la VaR, nous effectuerons une étude exploratoire qui sert à présenter notre base de données et à étudier la distribution des rendements de notre portefeuille. En fin, nous procéderons au calcul de la VaR à savoir la VaR historique et la VaR paramétrique.

III-1. METHODOLOGIE DE RECHERCHE

Dans le cadre de ce chapitre, nous exposons une application empirique ayant pour principal objectif de proposer l'adoption d'un modèle d'évaluation des pertes potentielles maximales. Le modèle exigé par le Comité de Bâle dans le cadre de l'approche interne de mesure des risques de marché, est la Value at Risk. Ce modèle sera appliqué sur des portefeuilles d'OPCVM. Nous avons choisi, à cet effet, de pratiquer une méthode paramétrique, qui est celle estimée par le modèle GARCH et autre non paramétrique, qui est celle historique.

III-1-1. DEMARCHE DE CALCUL DE LA VaR

Nous présenterons d'abord, une étude statistique et graphique des rendements des OPCVM de l'échantillon. Ensuite, nous exposerons les paramètres de calcul de la VaR. Enfin, nous expliciterons les résultats de son calcul. Afin de clarifier plus notre démarche de calcul de la VaR, nous l'avons résumée dans le tableau ci-dessous.

Tableau N° 3. Démarche de mesure du risque de marché par la VaR pour un portefeuille d'OPCVM

Etapes	Objectifs	Outils
Collecte des valeurs liquidatives des OPCVM	Avoir une base de données journalière des valeurs liquidatives	Recherche documentaire ⁷⁹
Traitement des valeurs liquidatives	Obtention des rendements journaliers des OPCVM.	Microsoft Excel
Etude statistique et Graphique du portefeuille	Description de la distribution des rendements et des éléments statistiques	Eviews 9
Définition des paramètres de calcul	-Choix de l'horizon de calcul de la VaR -Choix de l'intervalle de confiance	Cadre réglementaire « Accords de Bâle II »
Calcul de la VaR	Obtenir notre mesure du risque de marché	Microsoft Excel et Eviews 9
Le Back-Testing	S'assurer de la pertinence de notre mesure de risque	Matlab & Tests Statistiques

Source : Auteur

III-1-2. CALCUL DES RENDEMENTS

Avant de passer aux différentes approches de calcul de la VaR, il est nécessaire de calculer les rendements des différents portefeuilles d'OPCVM. En effet, le risque de marché, que nous proposerons d'évaluer, se traduit par l'impact des variations des valeurs liquidatives sur la rentabilité. Ainsi, les profils et pertes sont généralement exprimés sous forme de rendements. Les rendements sont calculés sous l'expression suivante :

⁷⁹ Le gérant de Tunisie Valeurs nous a fournis une base de données de l'historique des VL du 01/01/2011 au 31/12/2015 de trois OPCVM.

$$r_{it} = \ln (P_{i,t} / P_{i,t-1})$$

Où :

- r_{it} représente le rendement de la valeur liquidative de l'OPCVM i à la date t ,
- $P_{i,t}$ est la valeur liquidative de l'OPCVM i à la date t
- $P_{i,t-1}$ représente la valeur liquidative de l'OPCVM i à la date $t-1$.

Les aspects théoriques de la VaR ont montré que la détermination des caractéristiques de la distribution des rendements présente l'une des étapes les plus importantes pour l'estimation de cette mesure. Ainsi, En vue d'optimiser l'utilisation de la VaR, nous nous donnons pour objectif de déterminer les propriétés statistiques les plus importantes des séries des rendements. Ces tests sont ; le test de Jarque Bera et le test des racines unitaires : Augmented Dickey Fuller. Pour effectuer ces tests, nous utiliserons le logiciel Eviews.

III-1-3. METHODES DE CALCUL DE LA VaR

La Value at Risk est une estimation de la perte potentielle (exprimée dans une unité monétaire) qui peut résulter de la détention d'un portefeuille de produits financiers sur une période donnée, avec un niveau de confiance choisi à priori, dans des conditions défavorables de fluctuation des marchés.

Dans notre étude, nous tenons compte de deux méthodes de calcul de la VaR, à savoir la méthode historique et la méthode paramétrique par l'estimation des modèles ARCH et GARCH.

- **Le Modèle ARCH**

Ce modèle est présenté comme suit :

$$y_t = \mu + \varepsilon_t$$

$$\varepsilon_t = z_t \sigma_t$$

$$\delta_t^2 = \omega + \sum_{i=1}^q \alpha_i \delta_{t-i}^2$$

Sachant que Z_t représente le bruit blanc avec $E(Z_t) = 0$ et $\text{var}(Z_t) = 1$, ε_t représente un processus stochastique en temps discret. δ_t^2 est la variance conditionnelle du processus y_t à la date t . $\omega > 0$ et $\alpha_i \geq 0$ pour tout i , p le nombre de retards.

- **LE Modèle GARCH**

Les modèles ARCH généralisés ou GARCH (Bollerslev, 1986) s'écrivent sous la forme suivante :

$$\begin{aligned}
y_t &= \mu + \varepsilon_t \\
\varepsilon_t &= z_t \sigma_t \\
\delta_t^2 &= \omega + \sum_{i=1}^p \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{i=1}^q \beta_i \delta_{t-i}^2
\end{aligned}$$

Sachant que ε_t représente un processus stochastique en temps discret. δ_t^2 , δ_{t-1}^2 désignent respectivement la variance conditionnelle du processus à la date t et t-i. $\omega > 0$, $\alpha_i \geq 0$ et $\beta_i \geq 0$ pour tout i, p et q représentent le nombre de retards. Dans notre étude, nous tenons compte des trois méthodes de calcul de la VaR, à savoir la méthode historique et la méthode paramétrique et la méthode de Monte Carlo. Afin de choisir celle qui donne les résultats les plus performants, nous allons tester cette performance par le biais d'un Backtesting.

III-1-4. APPLICATION DU BACKTESTING

Afin d'apprécier la qualité prédictive des approches de calcul de la VaR, il est nécessaire de tester leur validité en effectuant un Backtesting. Ce test consiste à comparer entre la VaR calculée et les pertes et profils effectivement réalisés sur le portefeuille pour une période assez prolongée dans le temps. Selon Jorion (2007), le Backtesting est défini comme « un ensemble de procédures statistiques dont le but est de vérifier que les pertes réelles observées ex-post sont en adéquation avec les pertes prévues. Cela se traduit par une comparaison systématique de l'historique des prévisions de la Value at risk aux rendements observés du portefeuille ». Ainsi, le Backtesting permet d'estimer l'efficacité et la performance du modèle VaR en s'assurant que les pertes réelles observées sont en harmonie avec les pertes prévues. Pour évaluer la performance de la VaR, nous avons utilisé deux tests à savoir celui de « **Kupiec, (1995)** » et de « **Christoffersen, (1998)** ».

A- Test de Couverture Inconditionnelle

Pour tester l'hypothèse de couverture non conditionnelle, Kupiec (1995) a proposé un test qui consiste à vérifier si la probabilité des pertes réelles qui dépasse la VaR est égale au taux de couverture q. Analytiquement, le test de kupiec consiste à tester l'hypothèse nulle :

$$\begin{cases}
H0: \pi=q & \text{La probabilité des pertes réelles est égale au taux de couverture } q ; \\
H1: \pi > q
\end{cases}$$

Pour décider de retenir ou de rejeter le modèle utilisé pour calculer la VaR, Kupeic a développé la statistique de ratio de vraisemblance LR suivante :

$$LRuc = 2 \ln \left[\left(\frac{1-\pi}{1-q} \right)^{T-T_1} \left(\frac{\pi}{q} \right)^{T_1} \right]$$

Avec :

- T : Le nombre total des observations ;
- T₁ : Le nombre de violations ;
- $\pi = \frac{T_1}{T}$: La fréquence des violations ;
- q : La probabilité de la perte.

Cette statistique suit une distribution de Khi-deux à un degré de liberté χ^2 (1). Ainsi, pour un seuil de 1% l'hypothèse nulle est rejetée si $LRuc > 6,6349$ et le modèle de prévision de la VaR est considérée comme non fiable « **Jorion, 2007** ».

Ce test permet de vérifier si la fréquence des exceptions empirique $\pi = \frac{T_1}{T}$ est en adéquation avec la fréquence des exceptions prévue q « **Dowd, 2005** ». Par conséquent, le modèle d'estimation de la VaR est rejeté dans deux cas s'il génère un grand nombre de violations (**Une sous-estimation de la VaR**) ou un peu de violations (**Une surestimation de la VaR**).

Malgré que le test de couverture non conditionnelle permet d'indiquer si la fréquence des violations assure ou non une couverture acceptable, il ne fournit aucune information quant à l'indépendance des exceptions au cours du temps. Le test de « **Christoffersen, 1998** » permet, en fait, de vérifier les deux hypothèses nulles du test de la couverture non conditionnelle et celui de l'indépendance des exceptions.

B- Le Test d'Indépendance

Le test d'indépendance a été proposé par (Christoffersen, 1998). Il consiste à tester si les violations sont indépendantes et alors vérifier l'existence ou non d'un problème de regroupement de violations (Dowd, 2005).

- H0**: $\pi_0 = \pi_1$ Indépendance des violations ;
- H1**: $\pi_0 < \pi_1$ Regroupement de violations.

La statistique proposée par Christoffersen (1998), est :

$$LR_{ind} = 2 * Ln \left[\frac{(1 - \pi_0)^{T_{00}} \pi_0^{T_{01}} (1 - \pi_1)^{T_{10}} \pi_1^{T_{11}}}{(1 - \pi_{pool})^{T_{00}+T_{10}} \pi_{pool}^{T_{01}+T_{11}}} \right]$$

Sachant que :

T_{00} : Nombre de deux jours consécutifs sans violations ;

T_{01} : Nombre de jours sans violations suivie par une violation ;

T_{10} : Nombre de jours ou une violation est suivie par non violation ;

T_{11} : Nombre de deux jours consécutifs de violations. $\pi_0 = T_{01} / (T_{01} + T_{00})$, $\pi_1 = T_{11} / (T_{11} + T_{10})$

Et $\pi_{pool} = (T_{01} + T_{11}) / (T_{01} + T_{00} + T_{11} + T_{10})$

La statistique LR_{ind} suit une distribution Khi-deux à un degré de liberté $\chi^2(1)$. Par exemple, pour un seuil de 1% l'hypothèse nulle est rejetée si $LR_{ind} > 6,6349$. Le test d'indépendance permet de s'assurer que pour un même taux de couverture, les exceptions sont indépendantes et qu'il n'y a pas un problème de regroupement de violations. Un tel problème entraîne le rejet du modèle même si le test de couverture inconditionnel est vérifié (Dowd, 2005). Chacun de ces deux tests sont indépendants. Cependant, si le modèle d'estimation de la VaR testé ne vérifie pas les deux hypothèses à la fois, il est considéré comme non valide. Alors que si les tests de couverture inconditionnelle et d'indépendance sont vérifiés, l'hypothèse de couverture conditionnelle est donc vérifiée (Jorion, 2007).

C- La Couverture Conditionnelle

Selon « Christoffersen, 1998 », la combinaison de test de couverture inconditionnelle et de test d'indépendance permet de satisfaire l'hypothèse de couverture conditionnelle :

$$LR_{CC} = -2Ln[(1 - q)^{T-T_1} q^{T_1}] + 2Ln[(1 - \pi_0)^{T_{00}} \pi_0^{T_{01}} (1 - \pi_1)^{T_{10}} \pi_1^{T_{11}}]$$

Ou

$$LR_{CC} = LR_{ind} + LR_{uc}$$

Cette statistique suit une distribution de Khi-deux à 2 degrés de liberté $\chi^2(2)$. Dowd (2005) indique que l'approche proposée par Christoffersen (1998) permet de déterminer la source

d'erreur si l'un des tests est non vérifié : Le modèle est rejeté à cause de la couverture inconditionnelle ou suite à un problème de dépendance des violations.

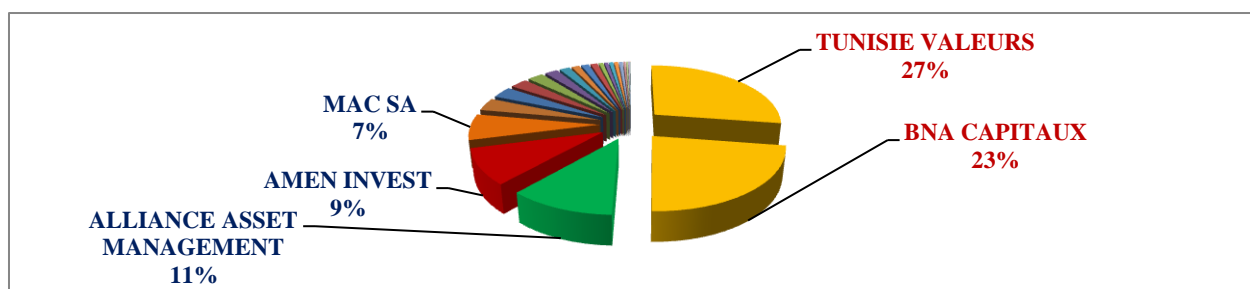
III-2. APPLICATION DE LA VaR SUR DES PORTEFEUILLES D'OPCVM

L'utilisation de la VaR comme étant un instrument de mesure du risque de marché pour des portefeuilles d'OPCVM, comme nous l'avons déjà cité, n'est pas trop familiarisée chez une grande majorité des gestionnaires d'OPCVM en Tunisie. En effet, sur un échantillon de 07 gestionnaires d'OPCVM détenant près de 70% de l'actif global géré, uniquement la société de gestion « **BIAT ASSET MANAGEMENT** » utilise la VaR comme une mesure interne du risque de marché. Tandis que, les autres comptent uniquement sur les résultats et les rapports des comités de gestion et d'investissement pour gérer leur exposition au risque.

III-2-1. PRESENTATION DE L'ECHANTILLON

Dans le cadre de calcul de la VaR, nous nous intéressons à l'évaluation du risque de la volatilité de la valeur liquidative. Nous avons choisi notre échantillon parmi les OPCVM mixtes. En effet, le risque de la variation de la valeur liquidative n'affecte que le rendement de ce type d'OPCVM étant donné que les OPCVM obligataires garantissent un rendement stable quelque soit la volatilité de la valeur liquidative. Le choix de travailler, uniquement, sur les OPCVM mixtes est motivé aussi par le fait que l'actif géré des OPCVM actions est négligeable (0.28% dans l'actif global en 2016) donc le risque de défaillance de ce type d'OPCVM ne menace pas le marché. Ci-dessous, une présentation de la répartition de l'actif géré global des OPCVM mixtes au 30/09/2016 par gestionnaire d'actifs.

Graphique N°27. Répartition de l'Actif Géré Global des OPCVM mixtes



Source : Auteur

Le graphique montre clairement l'importance de l'actif géré uniquement par « **Tunisie Valeurs** » et « **BNA Capitaux** », il représente, en fait, 50.54% de l'actif global. Etant donné que la majorité des gros OPCVM gérés par « **BNA Capitaux** » sont des OPCVM sécurisés ou

dit garantis (la part obligataire est beaucoup plus importante que celle en actions ou l'existence d'une majorité de BTA). Ainsi, nous nous sommes limités à « **Tunisie Valeurs** » pour choisir notre portefeuille d'OPCVM.

A- CARACTERISTIQUES DES OPCVM DE L'ECHANTILLON

Nous présenterons, ci-dessous, les caractéristiques des OPCVM, de « **Tunisie Valeurs** », choisis pour calculer la VaR.

Tableau n° 4. Caractéristiques des OPCVM de l'échantillon

	CATEGORIES	COMPOSITION DU PORTEFEUILLE
FCP 01	Fonds Mixte	-80% au minimum de l'actif en actions des sociétés admises à la cote de la Bourse.
FCP CEA 02	Fonds Mixte exclusivement dédié aux détenteurs de « CEA ».	-Le reliquat de l'actif en BTA. ⁸⁰
SICAV 01	SICAV Mixte	-Entre 30 et 70 % en actions cotées -Entre 10 et 40 % en obligations -20 % en liquidités et quasi liquidités.

Source : Auteur

B- STATISTIQUES DESCRIPTIVES DES OPCVM DE L'ECHANTILLON

Notre base de données regroupe l'évolution des valeurs liquidatives quotidiennes de FCP 01, FCP CEA 02 et SICAV01, s'étalant sur une période allant du 01/01/2011 jusqu'au 31/12/2015, soit 1282 observations pour chaque OPCVM. Le tableau suivant résume les statistiques descriptives des trois OPCVM étudiées.

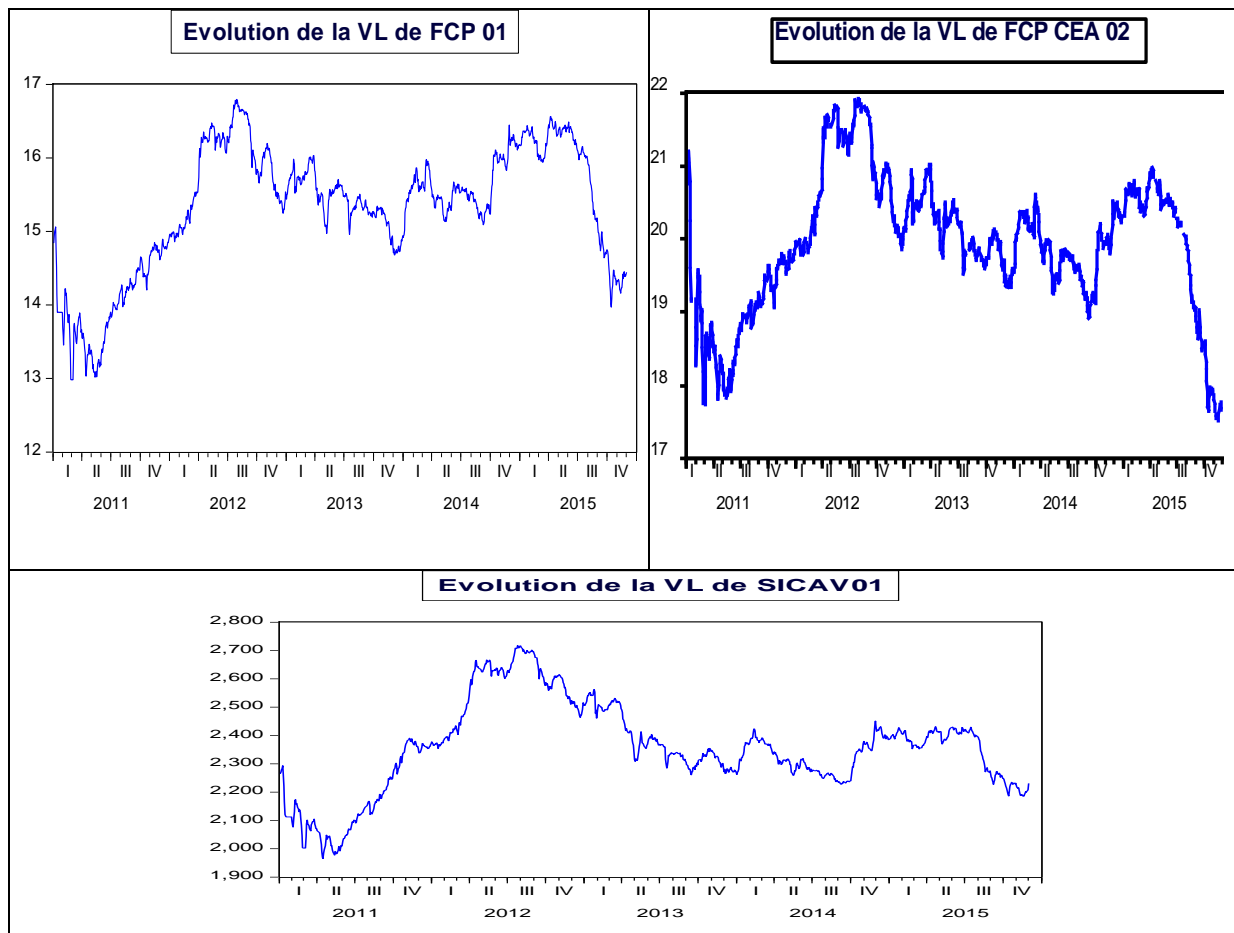
Tableau N°5. Statistiques descriptives des Valeurs Liquidatives

	SICAV01	FCP01	FCP CEA 02
Observations	1282	1282	1282
Moyenne	2355.998	15.32184	19.92828
Median	2360.779	15.45950	19.96750
Maximum	2717.513	16.79500	21.92800
Minimum	1965.075	12.98300	17.52100
Ecat Type	160.24	0.86	0.93

Source : Auteur

⁸⁰ Le montant non utilisé ne doit pas dépasser 2% de l'actif selon la réglementation en vigueur.

D'après ce tableau, nous remarquons que les moyennes des VL des trois OPCVM sont différentes de leurs médianes, ce qui nous permet de conclure que les distributions ne sont pas symétriques. La figure ci-après retrace le comportement quotidien des VL des trois OPCVM :



D'après ces graphiques, nous remarquons que :

- ✓ L'évolution de la VL de FCP 01 montre qu'elle est passée de 14.853 au début de la période à 14.444 en fin de période, soit une dépréciation de 2.75%.
- ✓ La VL de FCP CEA 02 est passée de 20.776 au début de la période à 17.678 en fin de période, soit une dépréciation de 14.91 %.
- ✓ La VL de SICAV 01 est passée de 2268.48 au début de la période à 2230.801 en fin de période, soit une dépréciation de 1.66%.

Ainsi, les VL des trois OPCVM se sont dépréciées durant la période 2011/2015. Cependant, cette détérioration est, pratiquement, importante uniquement pour le fonds FCP CEA 02.

III-2-2. Etude statistique et graphique des rendements

Dans le but de mieux cerner les différentes caractéristiques de notre portefeuille, nous étudierons d'abord, la normalité des séries des rendements. Nous nous intéresserons par la suite à étudier la stationnarité de ces séries en se référant au test des racines unitaires.

A- Etude de la Normalité

Nous commençons par une étude graphique, ensuite nous présentons les résultats des différents tests de normalité.

- **Etude Graphique**

Les histogrammes, présentés en (**Annexe N°03**), montrent clairement la divergence des distributions empiriques par rapport à la loi normale. En effet, les séries sont asymétriques. Elles présentent des queues de distribution plus épaisses que celles de la loi normale, et des valeurs centrales plus piquées.

- **Test de Normalité de Jarque Bera**

Les résultats des tests de normalité appliqués sur nos séries des rendements sont résumés dans le tableau ci-dessous.

Tableau N°6. Résultats du test de normalité de Jarque Bera

Variables	Skewness	Kurtosis	Jarque Bera	Probabilité
Rend FCP 01	-0.146	10.16	2746.622	0.0000
Rend FCP CEA 02	-0.515	12.35	4721.939	0.0000
Rend SICAV 01	-0.695	10.36	2993.271	0.0000

Source : Auteur

Selon le tableau ci-dessus, la statistique de **Jarque Bera** est nettement supérieure à celle de $\chi^2(2)^{81}$ pour les trois séries des rendements. En outre, la probabilité associée à cette statistique est nulle, ce qui affirme que les distributions ne suivent pas une loi normale.

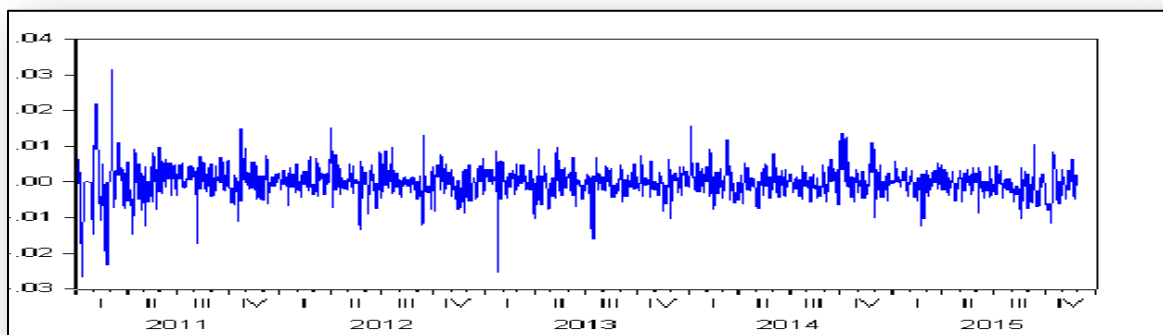
⁸¹ Les Valeurs critiques pour un seuil de 1%, 5% et 10%, sont respectivement: -3,4384, -2,8643 et -2,5683.

B- Etude de la stationnarité

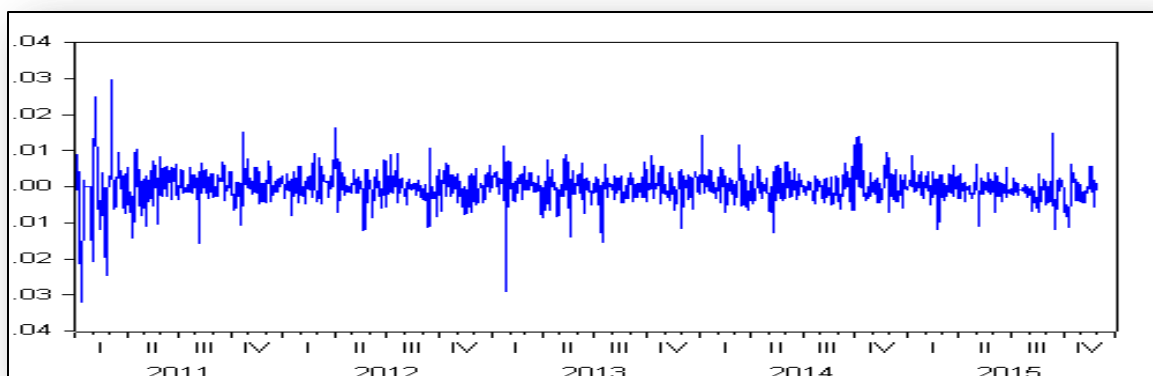
- Etude graphique

D'après les figures ci-dessous, nous pouvons constater que les distributions des rendements sont stationnaires en moyenne mais pas en variance. En effet, nous remarquons que les observations oscillent autour d'une moyenne fixe nulle mais avec une amplitude variante au cours du temps.

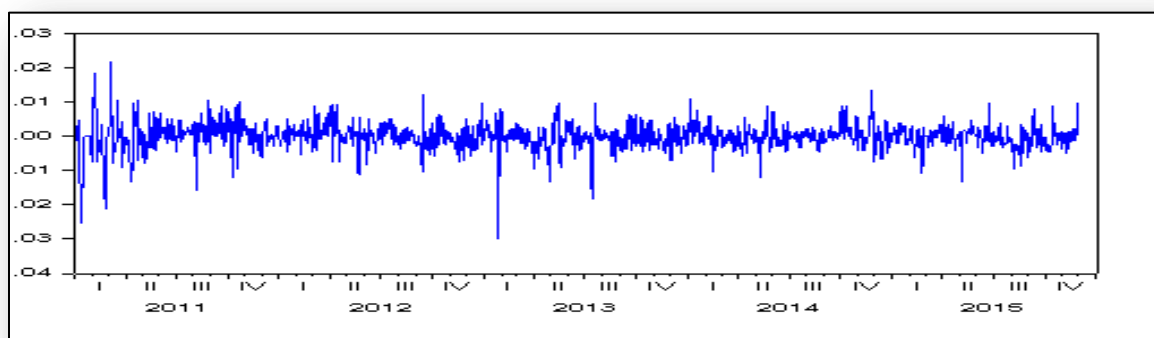
Densité de la rentabilité journalière de FCP 01



Densité de la rentabilité journalière de FCP CEA 02



Densité de la rentabilité journalière de SICAV 01



- **Test de stationnarité (Augmented Dickey Fuller)⁸²**

L'hypothèse nulle de ce test est que la variable concernée est non stationnaire. Autrement dit, on accepte H_0 si t-statistic est supérieur aux valeurs critiques aux seuils de 1%, 5% et 10%. L'application de ce test sur Eviews (**Annexe N°04**), peut nous confirmer l'hypothèse de stationnarité des séries étudiées.

III-2-3. CHOIX DES PARAMETRES DE CALCUL DE LA VAR

Afin de faire face à la mutation continue de l'environnement financier, le gestionnaire du portefeuille est appelé à faire des études permettant de prévoir les pertes futures tout en gardant la possibilité de comparer les prévisions aux faits réels. Ainsi, nous avons décomposé notre période d'étude en deux sous-périodes : la première s'étalant du 01/01/2011 au 31/12/2013, période comportant les rendements de notre base historique⁸³, et la deuxième période allant du 01/01/2014 jusqu'au 31/12/2015 constitue la période future d'observation. Ce découpage offre l'opportunité de comparer entre les résultats obtenus à partir de la base de données historique et les observations de la période future.

Dans cette partie, nous nous intéressons à chiffrer le risque de marché à travers la VaR. Nous utilisons, à cet effet, la VaR historique et paramétrique. Nous présentons par la suite les différents graphiques présentant le comportement de la VaR au fil du temps et selon les deux approches paramétrique et non paramétrique. Nous allons utiliser trois niveaux de confiance

⁸² Les résultats d'Eviews sont présentés en Annexe N°

⁸³ D'après le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (Juin 2006) : « La période d'observation (échantillon historique) pour le calcul de la VaR ne doit pas être inférieure à un an ».

différents, soient à 95%, 97.5% et 99% afin d'analyser le comportement des différents calculs sur les différents quantiles de la distribution.

III-2-4. RESULTATS D'APPLICATION DE LA VAR

Comme nous l'avons mentionné, nous avons calculé pour un horizon de 3 ans la VaR historique et paramétrique des 03 OPCVM gérés par Tunisie Valeurs.

A- VaR Historique

L'objectif de cette partie est de calculer puis analyser la VaR historique de FCP 01, FCP CEA 02 et SICAV 01.

Tableau N°7. Résultats de la VaR historique sur un horizon d'un jour (en%)

VaR Historique			
	95%	97.5%	99%
FCP 01	-0,749%	-1,006%	-1,626%
FCP CEA 02	-0,762%	-1,130%	-1,760%
SICAV 01	-0,730%	-0,945%	-1,422%

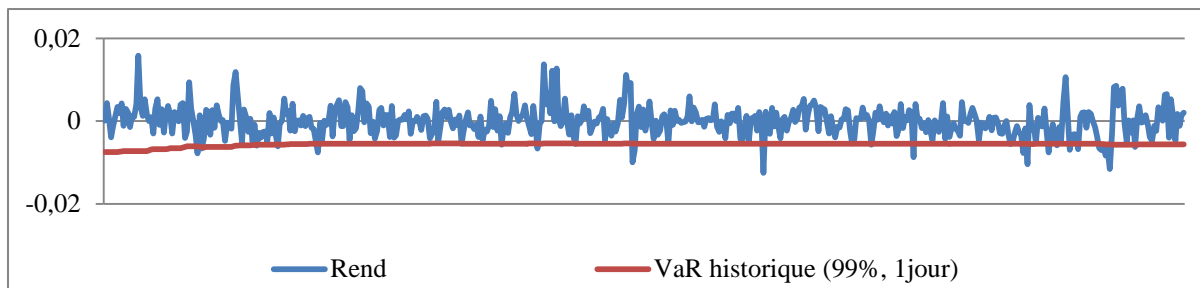
Source : Auteur

Une observation de ce tableau permet de tirer les constatations suivantes :

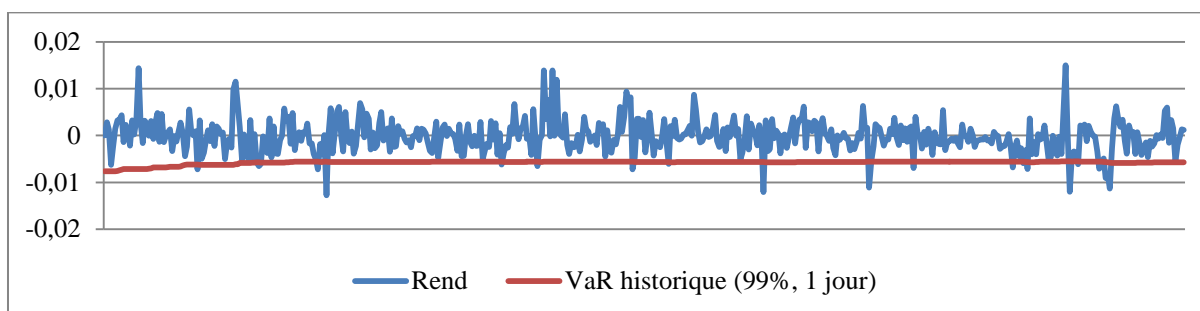
- Pour un investissement d'un montant de 1000 DT dans FCP 01, respectivement dans FCP CEA 02 et SICAV 01, l'investisseur est sûr à 95% de chance que sa perte ne va pas dépasser 7,486 DT, respectivement 7,618 DT et 7,301 DT, dans un horizon temporel d'un jour.
- Le niveau de la VaR est une fonction croissante du niveau de confiance considéré. En effet, pour un investissement de 1000 DT dans FCP 01, respectivement dans FCP CEA 02 et SICAV 01, la perte maximale s'élève à 16,265 DT, respectivement 17,603 DT et 14.216 DT au seuil de 99% et dans un horizon temporel d'un jour, (de même pour les autres niveaux de confiance).
- Le fonds FCP CEA02 semble être l'OPCVM le plus risqué tandis que SICAV01 est la moins risquée pour tous les niveaux de confiance.

Les figures ci-dessous présentent l'évolution des VaRs historiques et des rendements des trois séries sur notre période d'étude pour 1 jour et au niveau de confiance de 99%.

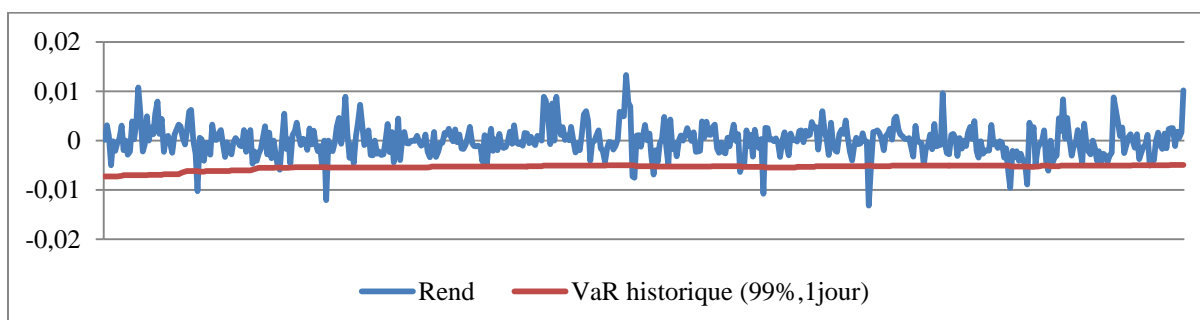
Graphique N° 28. VaR historique versus les rendements de FCP 01 (en %)



Graphique N° 29. VaR historique versus les rendements de FCP CEA 02 (en %)



Graphique N° 30. VaR historique versus les rendements de SICAV 01 (en %)



La VaR historique ne permet pas de retracer la dynamique de la volatilité du marché. En effet, cette mesure est représentée par une courbe linéaire légèrement croissante. En plus, cette méthode suppose que nous avons assez de données historiques dans notre portefeuille afin de calculer la VaR. Néanmoins, plusieurs intermédiaires en bourse ne possèdent pas une taille importante de séries de rendements. Ainsi, nous calculerons la VaR paramétrique relative aux trois OPCVM.

B- Calcul de la VaR Paramétrique

Avant de procéder à l'estimation des modèles ARCH (1) et GARCH(1,1), nous devons, d'abord, vérifier la présence d'un effet ARCH. Ainsi, nous introduisons le test de multiplicateur de Lagrange, et nous terminons par le test de log-likelihood afin de déterminer

celui qui modélise le mieux le comportement de la volatilité des rendements relatif aux 03 OPCVM

a-Test d'Hétéroscédasticité Conditionnelle

L'estimation des modèles ARCH a été proposée par Engle (1982) en vu de prendre en compte les variations conditionnelles dépendantes du temps. Dans ce contexte, Engle propose une spécification ARCH(q) où le carré des erreurs suit un processus autorégressif d'ordre q. En vue de détecter l'effet ARCH dans les résidus, nous allons procéder au test de Multiplicateur de Lagrange. Ce dernier repose sur l'hypothèse de normalité conditionnelle des erreurs. La réalisation de ce test se propose de régresser l'équation suivante :

$$\delta_t^2 = \omega + \sum_{i=1}^q \alpha_i \delta_{t-i}^2 + \mu_i$$

Sachant que :

- ✓ δ_t^2 et δ_{t-1}^2 représentent les carrés des résidus à la date t et t-1.
- ✓ $\omega > 0$, $\alpha_i \geq 0$ et $\mu_i \geq 0$ pour tout i,
- ✓ **q** représentent le nombre de retards.

Le test d'Hétéroscédasticité Conditionnelle consiste à tester les hypothèses suivantes :

- H0 : α_i sont nuls, homoscélasticité des erreurs**
- H1 : α_i sont nuls, hétéroscédasticité des erreurs**

Si la statistique LM est significativement c'est-à-dire supérieure à une $X^2(q)$, on rejette l'hypothèse nulle. Dans ce cas, une modélisation ARCH-GARCH sera nécessaire. Les résultats d'application de ce test sur les trois séries de distribution des rendements des trois OPCVM sont détaillés dans l'**annexe N° 05**. D'après les résultats, nous remarquons que les trois statistiques sont supérieures à $X^2(1)$. De plus, la probabilité d'erreur est très faible pour les trois OPCVM. Nous pouvons conclure ainsi la présence d'un effet ARCH.

b-Estimation du modèle ARCH (1) et GARCH (1,1)

b-1 Estimation du modèle ARCH (1)

L'application du modèle ARCH (1) sur les rendements des trois OPCVM affiche les résultats suivants (**voir annexe 5**) :

- Pour FCP 01..... $\delta_t^2 = 1.29E - 05 + 0.264 \delta_{t-1}^2$
(7.902)
- Pour FCP CEA 02..... $\delta_t^2 = 1.32E - 05 + 0.268 \delta_{t-1}^2$
(8.210)
- Pour SICAV 01..... $\delta_t^2 = 1.06E - 05 + 0.172 \delta_{t-1}^2$
(9.684)

Nous remarquons que les valeurs de la statistique de t-Student ou celles des P-values confirment la significativité statistique des paramètres.

b-2 Estimation du modèle GARCH (1,1)

L'application du modèle GARCH (1,1) sur les rendements des trois OPCVM donne les modèles estimés suivants (**voir annexe 07**):

- Pour FCP 01..... $\delta_t^2 = 2.237E - 06 + 0.168\varepsilon_{t-1}^2 + 0.697 \delta_{t-1}^2$
(10.108) (39.016)
- Pour FCP CEA 02..... $\delta_t^2 = 1.78E - 06 + 0.153\varepsilon_{t-1}^2 + 0.747 \delta_{t-1}^2$
(12.167) (69.931)
- Pour SICAV 01..... $\delta_t^2 = 3.69E - 06 + 0.274\varepsilon_{t-1}^2 + 0.503 \delta_{t-1}^2$
(12.746) (27.784)

Nous remarquons que les valeurs de t-Student confirment la significativité statistique des paramètres. Les modèles ARCH et GARCH sont censés refléter le comportement des volatilités des rendements des trois OPCVM retenues. Dans ce cas, nous allons calculer le Log-Likelihood Ratio afin de définir celui qui explique mieux le comportement de la variance conditionnelle des rendements.

b-3 Le choix du modèle

Afin de déterminer le modèle le plus approprié, nous appliquons le test : Log-Likelihood Ratio « LR ». Ce test consiste à comparer les deux modèles en se référant à la statistique suivante :

$$LR = -2 (l_0 - l_1)^{84}$$

⁸⁴ Avec l_0 représente le log de vraisemblance du modèle restreint et l_1 représente le log de vraisemblance du modèle non restreint. Cette statistique suit une loi khi-deux ayant un degré de liberté égal au nombre de restrictions. Dans notre cas, ce

Tableau N°8. Test de « LOG-LIKLIHOOD RATIO »

	Rendement FCP 01	Rendement FCP CEA 02	Rendement SICAV 01
I_0	5249,979	5236,587	5351,329
I_1	5279,21	5281,722	5376,42
LR	58,462	90,27	50,182
Test de Khi^2	2,0726E-14	2,0778E-21	1,4013E-12
Choix du Modèle	GARCH	GARCH	GARCH

Source : Auteur

D'après le tableau précédent, nous remarquons que le modèle GARCH (1,1) explique mieux le comportement de la variance conditionnelle des rendements des OPCVM. Ci-dessous, nous présentons les résultats de calcul de la VaR paramétrique par le modèle GARCH(1,1).

Tableau N°9. Résultats de la VaR Paramétrique sur un horizon d'un jour (en%)

VaR Paramétrique			
	95%	97.5%	99%
FCP 01	-0,520%	-0,619%	-0,735%
FCP CEA 02	-0,600%	-0,713%	-0,845%
SICAV 01	-0,585%	-0,697%	-0,828%

Source : Auteur

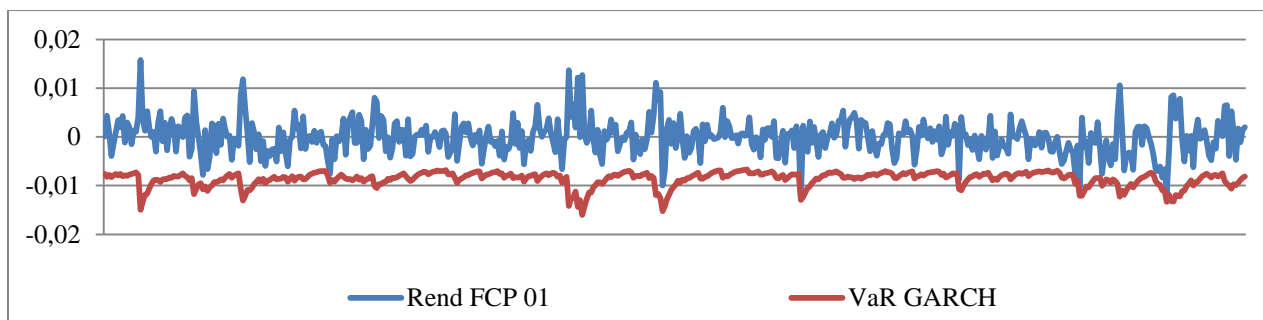
D'après le tableau ci-dessus, nous pouvons constater que :

- Le fonds FCP CEA 02 semble plus risqué que les deux autres OPCVM, indépendamment du niveau de confiance utilisé.
- Le risque associé à SICAV 01 est moins élevé que celui de FCP 01, FCP CEA 02, indépendamment du niveau de confiance utilisé.
- Le niveau de la perte potentielle est une fonction croissante du niveau de confiance pour les 03 OPCVM.

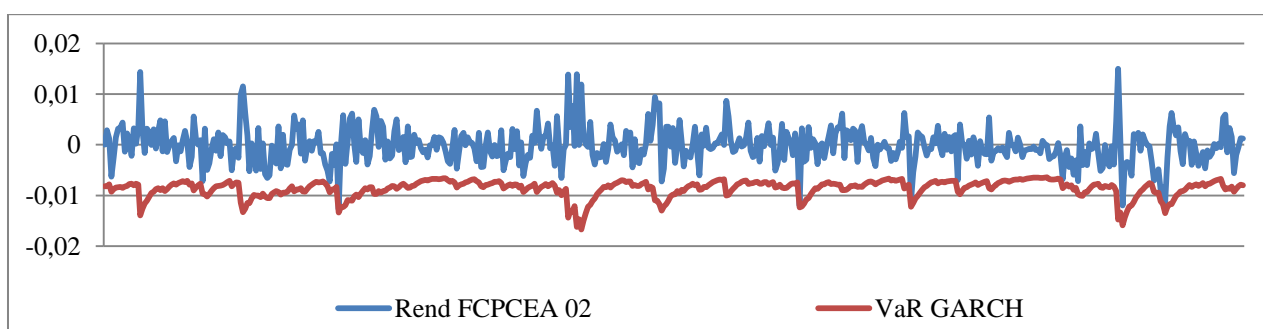
Ci-dessous, nous présentons les graphiques relatifs à la variation de la VaR paramétrique en fonction des rendements respectifs de FCP01, FCP CEA 02, SIVCAV 01.

nombre est égal à 1. Par ailleurs, si la valeur de LR est inférieure (respectivement, supérieur) à la valeur tabulée de khi-deux, nous retenons l'hypothèse nulle du modèle restreint (respectivement, non restreint).

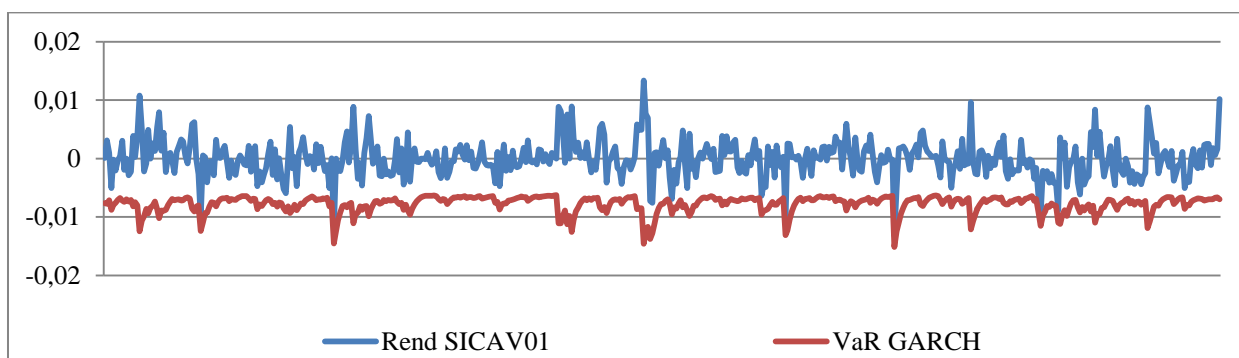
Graphique N° 31. VaR Paramétrique versus les rendements de FCP 01 (en %)



Graphique N° 32. VaR Paramétrique versus les rendements de FCP CEA 02 (en %)



Graphique N° 33. VaR Paramétrique versus les rendements de SICAV 01 (en %)



D'après les figures présentées ci-dessus, nous remarquons que les VaR calculées selon la méthode paramétrique suivent la chronologie des rendements des 03 OPCVM observé respectivement. En effet, durant les périodes où la volatilité est élevée (resp. faible), la perte mesurée par la Value at Risk tend à croître (resp. décroître). Nous pouvons, ainsi, conclure que la VaR calculée par l'estimation du modèle GARCH, varie suivant la volatilité des VL sur le marché. Cette méthode permet d'estimer le risque de marché de façon plus efficace en vue qu'elle a pu capter les pertes survenues durant les périodes de forte volatilité.

Il semble claire que la méthodologie adaptée de la VaR historique donne une mesure de risque très élevée par rapport à celle paramétrique. Ce risque nécessite le maintien d'une réserve de capital élevée au cours de la récession qui peut handicaper la performance de l'OPCVM. Cette dernière, sera, par exemple, obligée de maintenir un niveau de capital trop élevé, alors qu'elle tente de se sortir d'une crise importante. Les deux méthodes d'estimation de la VaR, diffèrent sensiblement soit du point de vue des hypothèses sur lesquelles se base chacune d'elles, soit au point de vue de la méthode d'estimation et des résultats. Dans ce cas, nous ne pouvons pas facilement donner la préférence à l'une des méthodes présentées car chacune possède des faiblesses. Ainsi, afin de valider ces modèles, nous avons adopté un Backtesting.

III-3. APPLICATION DU BACKTESTING

Afin de pouvoir estimer la robustesse des deux modèles d'estimation de la VaR, nous présenterons les résultats des deux tests de Kupiec et de Christoffersen pour les trois niveaux de confiance 95%, 97.5% et 99%.

III-3-1. Test de la Couverture Inconditionnelle « kupiec, 1995 »

Nous présenterons, ci-dessous les résultats de calcul du ratio de la couverture inconditionnelle

Tableau N°10 : Résultats du Test de la Couverture Inconditionnelle de Kupiec (1995)

	LR_{UC} à 1% / (3.84)*		LR_{UC} à 2.5% / (5.02)*		LR_{UC} à 5% / (6.63)*	
	Méth. Historique	Méth. Paramétrique	Méth Historique	Méth.Paramétrique	Méth. Historique	Méth. Paramétrique
FCP01	0.2632	-	8.4141	-	29.2081	-
FCP CEA 02	0.0024	1.033	6.2902	11.0473	25.6459	33.2795
SICAV	1.033	0.2632	11.0473	8.4141	33.2795	29.2081

Source : Auteur

En confrontant les résultats aux différents niveaux de confiance, nous pouvons rejeter la simulation historique ainsi que la méthode paramétrique pour un niveau de risque théorique de 5% et de 2.5%, puisque pour la majorité des portefeuilles, le LR_{uc} est supérieur aux différents niveaux critiques de risque. Ainsi, nous acceptons l'hypothèse nulle H_0 qui signifie que la fréquence des exceptions empirique $\pi = \frac{T_1}{T}$ est en adéquation avec la fréquence des exceptions prévue q . Cependant, ce test nous confirme que les deux approches sont valables pour estimer la VaR pour un niveau de 1%. Toute fois, le test présente l'inconvénient de ne pas mettre en valeur l'aspect indépendance ou regroupement des violations, d'où l'importance de faire le test d'indépendance de Cristoffersen (1998).

III-3-2. Test d'indépendance de Cristoffersen (1998)

Ci-dessous, nous présentons les résultats de calcul du ratio d'indépendance LR_{ind}

Tableau N°11 : Résultats du Test d'Indépendance de Kupiec (1995)

	LR_{ind} à 1% (3.84)*		LR_{ind} à 2.5% (5.02)*		LR_{ind} à 5% (6.63)*	
	Méth. Historique	Méth. Paramétrique	Méth Historique	Méth.Paramétrique	Méth. Historique	Méth. Paramétrique
FCP01	0.0631	-	0.00631	-	0.00631	-
FCP CEA 02	0.0988	0.0354	0.0988	0.0354	0.0988	0.0354
SICAV	0.0354	0.0631	0.0354	0.0631	0.0354	0.0631

Source : Auteur

Les résultats montrent que le test d'indépendance est vérifié pour tous les niveaux de confiance. Ainsi, nous acceptons l'hypothèse nulle qui signifie que pour un même taux de couverture, les exceptions sont indépendantes et qu'il n'y a pas un problème de regroupement de violations. D'où le précédent test est accepté et nous pouvons, ainsi, passer au dernier test à savoir le test de couverture conditionnelle.

III-3-3. Test de la couverture conditionnelle « christoffersen, 1998 »

Ci-dessous, nous présentons les résultats relatifs au calcul du ratio de couverture conditionnelle LR_{CC} .

Tableau N° 12 : Résultats du Test de Kupiec (1995) et de Christoffersen (1998)

	LR_{cc} à 1% (9.21)*		LR_{cc} à 2.5% (7.38)*		LR_{cc} à 5% (5.99)*	
	Méth. Historique	Méth. Paramétrique	Méth Historique	Méth.Paramétrique	Méth. Historique	Méth. Paramétrique
FCP01	0.3263	-	8.4772	-	29.2712	-
FCP CEA 02	0.1012	1.0687	6.3890	11.0827	25.7447	33.3149
SICAV	1.0687	0.3263	11.0827	8.4772	33,3149	29.2712

Source : Auteur

L'application du test de la couverture conditionnelle vient pour confirmer nos constatations concernant le rejet des deux modèles de la VaR pour les deux niveaux de confiance de 95% et 97.5%. Pour un niveau de confiance de 99%, les valeurs de LR_{CC} sont inférieures à la valeur de $X^2(2)$. Ainsi, nous acceptons l'hypothèse nulle de ce test, ce qui signifie que les hypothèses de la couverture inconditionnelle et celle de l'indépendance des violations sont vérifiées.

Ainsi, à un niveau de confiance de 99%, les deux méthodes ont réussi à prévoir la VaR de tous les portefeuilles d'OPCVM. En définitif, selon **le test de Christoffersen**, nous pouvons conclure que l'estimation de la VaR par les deux approches Historique et Paramétrique, pour

des niveaux de confiance de 95% et 97.5%, n'est pas acceptée car elle n'est pas capable de capter la densité des rendements des différents portefeuilles

Nous remarquons, d'ailleurs, que :

- ❖ Pour FCP CEA 02, le $LR_{UC}(Paramétrique) > LR_{UC}(Historique)$. Ainsi, pour un niveau de confiance de 99%, la méthode Historique estime mieux la VaR.
- ❖ Pour SICAV 01, le $LR_{UC}(Paramétrique) < LR_{UC}(Historique)$. Ainsi, pour un niveau de confiance de 99%, la méthode Paramétrique estime mieux la VaR.
- ❖ Pour FCP 01, les deux tests de Kupiec (1995) et de Christoffersen (1998) confirment que la méthode Historique estime mieux la VaR.

Avant de conclure ce chapitre, nous soulignons l'importance de la gestion du risque de marché pour les OPCVM. En effet, avoir en portefeuille des actifs comme les actions et les obligations et les placements monétaires soumet l'OPCVM, automatiquement, à des fluctuations pouvant mettre en péril sa performance. Ces fluctuations se mesurent, dans la plupart des cas, par la volatilité. Néanmoins, nul ne peut garantir l'efficacité de cet outil.

Dans ce cadre , nous proposons que le CMF, en tant qu'organe de régulation sur le marché financier tunisien, devrait prendre une instruction pour obliger les acteurs sur le marché à utiliser des modèles de mesures du risque de leurs actifs en portefeuilles et de diffuser, ainsi, l'information qui permettrait aux investisseurs actuels et potentiels de mieux appréhender le risque lié à ces actifs. De même, les gestionnaires d'OPCVM doivent mettre en place des modèles de mesure internes des risques. En effet, malgré que notre marché n'intègre pas de produits sophistiqués à savoir les produits dérivés. Mais cela n'enlève en rien la pertinence d'avoir un modèle de mesure interne des risques. Cela rendait leur gestion plus transparente vis à vis du grand public et pourrait leur donner une notoriété sur le marché.

CONCLUSION

Nous nous sommes attardés au niveau de ce chapitre, sur le cadre général du risque de marché, également, nous l'avons abordé dans le cadre des OPCVM. Ainsi, la première section a ciblé un deuxième volet de notre mémoire à savoir l'exposition des OPCVM aux risques de marché. Ce thème nous l'avons évoqué, d'abord, sur le plan théorique. Ensuite, nous l'avons analysé sur le plan réglementaire en Europe, au Maroc ainsi qu'en Tunisie.

Dans la deuxième section, nous avons introduit la VaR, une mesure agréée du risque de marché, qui fait l'unanimité dans les départements de gestion de risques financiers de par sa facilité de mise en place. Nous avons commencé par l'étude de la distribution des séries des rendements des 03 OPCVM. Pour mieux caractériser ces distributions, nous avons testé leurs normalités à travers le test de Jarque Bera et leurs stationnarités suite à l'application du test des racines unitaires.

Dans la troisième section, nous avons entamé une validation empirique de la VaR sur trois portefeuilles d'OPCVM de « **Tunisie Valeurs** ». Ainsi, pour calculer la VaR des séries des rendements étudiées, nous avons opté pour une approche statique et une approche dynamique. La première approche est basée sur la méthode historique qui ne suppose aucune forme de loi pour la distribution des rendements. Cependant, l'approche dynamique est basée sur l'estimation du modèle GARCH(1,1) sous la loi normale qui permet de mesurer l'effet de la persistance des volatilités conditionnelles propres aux séries des rendements. Nous avons remarqué pour les deux modèles utilisés que plus on affine le niveau de confiance, moins le nombre des points de croisement entre les rendements empiriques et la VaR est élevé. Il en découle donc que le nombre d'exceptions est abaissant avec le niveau de confiance choisi.

Enfin, pour mieux évaluer la performance prévisionnelle de la VaR estimée par chacun des deux modèles, mis en comparaison, nous avons effectué le Backtesting. Les résultats des du Test de Kupiec (1995) et de Christoffersen (1998) ont confirmé que la méthode Paramétrique estimée par le modèle GARCH est plus fiable dans l'estimation de la VaR de SICAV 0, alors que pour FCP CEA et FCP01, la méthode Historique est la meilleure.

CONCLUSION GÉNÉRALE

Nous sommes arrivés au terme de ce mémoire. Notre objectif à travers ce dernier était d'analyser, d'abord, l'aptitude des OPCVM à jouer convenablement leurs rôles en tant que vecteur fondamental de mobilisation de l'épargne. Nous avons, également, voulu examiner leur exposition au risque de marché, et ce, à travers l'adaptation du modèle VaR dans le cas de portefeuilles OPCVM de « **Tunisie Valeurs** ». Ainsi, nous nous sommes attardés sur les cadres réglementaires européen, marocain et tunisien qui régissent cette exposition.

Dans un premier temps, nous avons analysé les différents acteurs qui peuvent améliorer la mobilisation de l'épargne. Ainsi, nous avons examiné la contribution des investisseurs institutionnels, en particulier : les compagnies d'assurance et les caisses de retraite et les investisseurs individuels dans le placement des OPCVM. Nous avons, d'ailleurs, étudié cette contribution aux Etats Unis, en Europe et au Maroc. Le décalage entre notre industrie et celles du benchmark est important. En effet, en Tunisie, les réserves des caisses de retraite tunisiennes sont caractérisées par une forte carence paralysant, ainsi, toute tentative de leur acheminement vers les OPCVM.

De même, la contribution des compagnies d'assurance est trop minime. Cette carence est due, d'une part, à la nature de la réglementation tunisienne qui limite la part des provisions techniques, affectée aux OPCVM, à 50%. D'une autre part, l'assurance vie est considérée comme étant le moteur de l'épargne longue de cette branche. Néanmoins, ce vecteur est trop passif en termes de mobilisation de l'épargne longue. Les raisons sont, surtout, d'ordre culturel ; les tunisiens sont, généralement, trop retissant envers ce genre d'épargne. Toutefois, l'industrie américaine, européenne et marocaine tirent, principalement, leur succès de la participation des investisseurs institutionnels notamment les caisses de retraite. Ces dernières contribuent dans l'actif global géré des OPCVM aux Etats Unis, en Europe et au Maroc, respectivement, à hauteur de 55%, 60% et 50%.

Afin, de déceler les sources de dysfonctionnement des OPCVM tunisiens par rapport à ceux du benchmark, nous avons élaboré un questionnaire que nous avons adressé à un échantillon d'intermédiaires en bourse et de sociétés de gestion. Le questionnaire a dévoilé, entre autre, les raisons de la réticence des investisseurs institutionnels et individuels envers le placement dans les OPCVM. En effet, les principales contraintes pour les institutionnels sont l'aversion au risque et la lourdeur de la fiscalité. Quant aux individuels, les contraintes sont,

généralement, liées à leur culture. Ces derniers, ont pris l'habitude de placer leurs épargnes sur le marché monétaire. L'enquête s'est inclinée, également, sur les principales stratégies et moyens pouvant améliorer le positionnement des OPCVM en tant que source de mobilisation de l'épargne longue. Les gestionnaires ont insisté sur l'importance de consolider les stratégies commerciales des intermédiaires en bourse et des sociétés de gestion. Ils ont réclamé, également, l'obligation de réviser les dernières mesures fiscales imposées par le ministère des finances⁸⁵.

L'enquête a dévoilé, pareillement, l'importance de la mise en valeur du facteur risque en vu de consolider le positionnement des OPCVM sur le marché financier. A travers les entretiens directs avec les gestionnaires d'OPCVM, nous avons constaté que la gestion du risque, notamment, de marché est une préoccupation majeure chez eux. Cependant, ces derniers utilisent des outils et des moyens, jugés, simples et traditionnels. Uniquement la société de gestion « **BIAT Asset Management** » a fait l'exception. Elle utilise la modélisation VaR pour mesurer son exposition au risque de marché.

Dans ce cadre, nous avons voulu tester l'adaptation de cette modélisation à un échantillon de portefeuilles d'OPCVM de « **Tunisie Valeurs** ». Nous avons adopté l'approche historique et l'approche paramétrique -estimée par le modèle GARCH- pour évaluer la VaR des trois OPCVM. Dans le but de tester la performance de ces modèles et vérifier leurs résultats avec les faits réels, nous avons effectué un *Backtesting* afin de savoir lequel serait le plus performant à estimer le risque. Les tests de **Kupiec (1995)** et **Christoffersen (1998)** ont indiqué que les deux modèles ont réussi à prévoir la VaR de tous les portefeuilles, uniquement, à un niveau de confiance de 99%. Pour des niveaux de confiance inférieurs, l'estimation de la VaR est jugée non fiable. Les tests du back-testing ont prouvé, par ailleurs, que pour les FCP, la méthode historique est plus crédible. Cependant, la VaR de la SICAV est mieux estimée par la méthode paramétrique GARCH.

La Value at risk demeure, malgré ses limites, un outil puissant de gestion de risque. Elle est d'ailleurs exigée par le comité de Bâle dans le cadre de l'approche interne de mesure de risque. Ainsi, les gestionnaires sont appelés à bien connaître les hypothèses implicites de la VaR et leurs implications. Cela permettra de l'interpréter correctement. Actuellement, la gestion des risques devient une activité fondamentale dans l'organisation des gestionnaires

⁸⁵ Imposition des dividendes

d'OPCVM. En effet, l'intégration de la VaR dans leurs systèmes internes de gestion de risque est indispensable pour déterminer le capital réglementaire.

Finalement, nous affirmons que l'étude des caractéristiques des deux industries leaders dans le monde à savoir l'industrie des OPCVM américains et européens, a montré la fragilité et la passivité de l'industrie tunisienne devant toutes initiatives de changement et de développement. Ainsi, nous avons proposé des recommandations que nous estimons susceptibles de dynamiser le marché et renforcer la performance des OPCVM.

Enfin, ce mémoire était une occasion pour adapter la modélisation VaR aux portefeuilles OPCVM. Cette modélisation était, autrefois, utilisée uniquement par les banques. Notre étude s'est limitée au calcul de la VaR pour, seulement, trois OPCVM. A cet effet, il faudrait considérer un échantillon plus large d'OPCVM représentant toute l'industrie. Par conséquent, les intervenants sur le marché disposeront d'une vision plus claire et globale du risque en cas d'investissement en OPCVM. Une autre extension de notre étude est possible. Elle consiste à simuler des scénarii de stress tests et mesurer, ainsi, la VaR stressée comme complément de la VaR. Ceci permettra de quantifier les pertes possibles pendant les événements de crise.

BIBLIOGRAPHIE

ARTICLES ET REVUES

ABDELMONEM. O, YACINE. H et FAOUZI. J, (2014), “The timing ability and global performance of Tunisian mutual fund managers: A multivariate GARCH approach“, *Research in International Business and Finance* 31 (2014) 57– 73.

AGOSTINHO. R .E. (2011), “ Dynamisation du marché financier Régional de l’UEMOA : Quelle contribution des OPCVM ?, Centre africain d’Etudes supérieures en gestion.

BOLLERSLEV, T., CHOU, R.Y., JAAYARAMAN, N. ET KRONER, K.F. (1991), “Les modèles ARCH en finance : un point sur la théorie et les résultats empiriques“, *Annales d’économie et de statistique*, N° 24.

Christophe. H. (2011), “Backtesting Value-at-Risk Accuracy: A New Simple Test“, Corresponding author. LEO, Université d’Orléans. Rue de Blois. BP 6739. 45067.

David, X. Li (1999), “Value at Risk Based on the Volatility, Skewness and Kurtosis“, Riskmetrics Group 44 Wall Street New York, NY 10005.

DIARASSOUBA. A. M. (2014), “Conception d’un modèle de mesure du risque de marché pour un OPCVM“,

DICKEY, D.A. ET W.A. FULLER (1979), “Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root“, *Journal of the American Statistical Association*, 74, p.427-431.

DOUGLAS. CU, ARMIN. S ET FENG. Z. (2015), “The scope of international mutual fund outsourcing: Fees, performance and risks“, *Int. Fin. Markets, Inst. and Money* 38 (2015) 185–199.

ENGLE, R.F. ET KRONER, K.F. (1995), “Multivariate simultaneous generalized ARCH“, *Econometric Theory* 11, 122-50.

ERIKA. S, KATARINA F. ET MARIA. M. (2015), “Risk of the Collective Investment and Investment Portfolio“, *Procedia Economics and Finance* 26 (2015) 167 – 173.

EVANGELOS BENOS, MAREK. J ET VICTOR. N. (2010), “Can mutual funds time risk factors“, *The Quarterly Review of Economics and Finance* 50 (2010) 509–514.

FATIHA. M. (2011), “le contrôle au sein des OPCVM : comparaison entre le droit français et marocain“.

GIORGE, D. (2013), “Gestion des risqué: histoire, définition et critiques“, CIRRELT-2013-04.

GODLEWSKI, C., HULL, J. ET MERLI, M. (2010), “Gestion des risques et institutions financières“, Pearson Edition, 2ème Edition.

GUESMI. A. (2008), “value-at-risk in mutual funds which methodology of estimation“, 2ème Conférence Euro-Africaine en Finance et Economie (CEAFE), Février 2008.

GUY, L.R. (2005), “Portée et limites des VaR publiées par les grandes institutions financières“, Banque de France, Revue de la stabilité financière N° 7, Novembre 2005.

HICHEM. B, MOHAMED .F ET BENJAMIN. G. (2012), “Calcul de VaR avec intégration de scénarios de stress-tests, Plitech Nice Sophia.

IAN. F ET KYLE. G. (2014), “Les fonds négociés en bourse : Evolution des avantages, des vulnérabilités et des risques“, Banque du Canada, Revue du Système Financier, Décembre 2014.

IORDANIS. K ET NADIA.V. (2016), “Limits to mutual funds’ ability to rely on mean/variance optimization“, Journal of Empirical Finance.

JASON FORAN ET NIALL. O. (2014), “Liquidity risk and the performance of UK mutual funds“, International Review of Financial Analysis (2014).

KUPIEC, P. (1995), “Techniques for Verifying the Accuracy of Risk Management Models“, Journal of Derivatives 3:73-84.

LONNIE L. B ET HAO-C. L. (2011), “Mutual fund industry management structure, risk and the impacts to shareholders“, Global Finance Journal 22 (2011)

MATTHEW. S ET HONG. Z. (2013), “Mutual fund risk and market share-adjusted fund flows“, Journal of Financial Economics 108 (2013) 506–528.

PATRICK MCGUIRE, ELI REMOLONA ET KOSTAS TSATSARONIS. (2005), « Rapport trimestriel BRI», Mars2015.

RAOUL. F. (2006), “Mesure du risque de marché d’un portefeuille de type Actions (Value-At-Risk, Value-At-Risk Conditionnelle)“, Euro-institut d’actuariat Jean Dieudonné – Euria.

REZA. T, SAEED. M. M ET NEDA. S. N, (2014). “Value at Risk as a tool for Mutual Funds Performance Evaluations“, International Business Research; Vol. 7, No. 10; 2014.

SEAN. C ET EMILY. G. (2015), “Assessing the credit risk of money market funds during the eurozone crisis“, Journal of Financial Stability.

Theodore. S. (2002), “Risk aversion and portfolio allocation to mutual fund classes“, International Review of Economics and Finance 11 (2002) 427–447.

XIUJUAN. Z, SHOUYANG. W et KIN. K LAI. (2011),” Mutual funds performance evaluation based on endogenous benchmarks”,

YUN H.C. ET ROBERT J.P. (2013), “Anybody can do Value at Risk: A Teaching Study using Parametric Computation and Monte Carlo Simulation”, Australasian Accounting, Business and Finance Journal.

YUN. H.C. (2012), “Anybody can do Value at Risk: A Teaching Study using Parametric Computation and Monte Carlo Simulation“, Edith Cowan University, Australia.

CITES WEB

Conseil de Marché Financier.....www.cmf.tn
 Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis.....www.bvmt.com.tn
 Tunisie Valeurs (intermédiaire en Bourse).....www.tunisievaleurs.com
 Caisses Nationale de la Sécurité Sociale.....www.cnss.tn
 Caisse Nationale d'Assurance Maladie.....www.cnam.nat.tn
 Comité Général d'Assurance.....www.cga.nat.tn
 International Organization of Securities Commissions.....www.iosco.org

NORMES INTERNATIONALES ET RAPPORTS ANNUELS

- ✓ Basel Committee on Banking Supervision (2009), “Revisions to the Basel II market risk framework Issued for comment“, March 2009.
- ✓ Code des Organismes de Placement Collectifs
- ✓ La norme comptable N° 16 relative à la présentation des états financiers dans les OPCVM.
- ✓ La norme comptable N° 17 relative au traitement du portefeuille-titres et des autres opérations effectuées par les OPCVM.
- ✓ Rapport Annuel du CMF, 2015
- ✓ Rapport Annuel du CGA, 2014
- ✓ Rapport Annuel de l'AFG, 2015
- ✓ Rapport Annuel de Banque El Maghreb, 2014
- ✓ Rapport Annuel “Investment Company Fact Book”, 2015
- ✓ Rapport Annuel « Investment Company Institute », Décembre 2014
- ✓ Rapport de la commission chargée de l'étude de l'impact sur les OPCVM de l'adoption de la méthode actuarielle pour l'évaluation des obligations et valeurs assimilées, 2004

ANNEXES

ANNEXE N° 1 : QUESTIONNAIRE DEDIE AUX GESTIONNAIRES D'OPCVM

QUESTION N°1 : EVOLUTION DE LA REPARTITION DES ENCOURS PAR CLASSE D'ACTIFS :

	Actifs Gérés (En millions de dinars)							
	FCP				SICAV			
	2015	2014	2013	2012	2015	2014	2013	2012
Actions								
Obligations								
Mixte								
Total								

QUESTION N° 2 : EVOLUTION DE LA REPARTITION DES ENCOURS PAR PRODUITS

	Actifs Gérés (En millions de dinars)			
	2015	2014	2013	2012
CEA⁸⁶				
Autres				
OPCVM				
TOTAL				

QUESTION N° 3 : EVOLUTION DE LA REPARTITION DES ENCOURS PAR INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

		Actifs Gérés (En millions de dinars)							
		FCP				SICAV			
		2015	2014	2013	2012	2015	2014	2013	2012
INSTITUTIONNELS	ENTREPRISES								
	CAISSES DE RETRAITE								
	BANQUES								
	COMPAGNIES D'ASSURANCE								
	AUTRES								
INDIVIDUELS									

⁸⁶ Compte d'Epargne Action

QUESTION N°4: Les investisseurs institutionnels investissent dans les OPCVM pour quelle(s) raison(s) ?

- Professionnalism
- Rendement
- Avantages Fiscaux
- Liquidité

QUESTION N°5 : Les investisseurs individuels investissent dans les OPCVM pour quelle(s) raison(s) ?

- Professionnalism
- Rendement
- Avantages Fiscaux
- Liquidité

QUESTION N°6: Quels sont, selon vous, les contraintes pouvant entraver les investisseurs individuels à investir dans les OPCVM? Choisissez une ou plusieurs réponses.

- Le risque
- Le coût
- Une source de placement non suffisamment connue
- La fiscalité

QUESTION N°7 : Quels sont, selon vous, les contraintes pouvant entraver les investisseurs institutionnels à investir dans les OPCVM ? Choisissez une ou plusieurs réponses

- Le risque
- Le coût
- La fiscalité
- Une source de placement inconnue
- Rendements faible par rapport au rendement garanti par le marché

QUESTION N°8 : Mettez-vous en place des stratégies pour attirer les investisseurs institutionnels ? Si oui, citez des exemples

- Oui
- Non

.....
.....

QUESTION N° 9 : Mettez-vous en place des stratégies pour attirer les investisseurs individuels ? Si oui, citez des exemples

- Oui
- Non

.....
.....

QUESTION N°10: Comment peut-on consolider le rôle des OPCVM entant que source de mobilisation de l'épargne sur le marché financier ?

.....
.....

QUESTION N° 11 : Est-ce que vous êtes exposé aux risques financiers

OUI

NON

Si oui, quels sont les risques que vous gérer

.....
.....
.....
.....

QUESTION N° 12: Avez-vous un Département indépendant de Gestion de Risque ?

OUI

NON

Si oui quelle est la définition de son rôle ?

.....
.....
.....
.....

QUESTION N° 13 : Utilisez-vous un modèle interne de gestion de risque ?

OUI

NON

QUESTION N° 14: Avez-vous déjà utilisez la Value at Risque ? Pourquoi ?

.....
.....
.....

QUESTION N° 15 : Selon vous, qu'est ce qui pourrait améliorer la pratique de la gestion de risque ?

ANNEXE N°2 : LES COMPOSANTES DU RISQUE DE MARCHE

Les composantes du risque de marché sont :

✓ **Risque de taux d'intérêt**

Le risque de taux est le risque de la dégradation de la rentabilité de l'établissement par une évolution défavorable des taux d'intérêt. Selon le CRBF⁸⁷ Français (1997), ce type de risque est défini comme « le risque encouru en cas de variation des taux d'intérêt du fait de l'ensemble des opérations de bilan et de hors bilan, à l'exception le cas échéant des opérations soumises aux risques de marché ».

✓ **Risque de positions sur titres de propriété**

Ce risque est lié à la détention de titres de propriété, ou à la prise de positions sur de tels titres dans le portefeuille de négociation. Cette norme s'applique aux positions longues et courtes sur tous les instruments dont le comportement de marché est semblable à celui des actions. Ce risque est propre à la volatilité des indices de type actions (CAC40, S&P500, Nikkei, etc..).

✓ **Risque de change**

Le risque de change est le risque de pertes liées aux fluctuations des taux de change. Il concerne les créances et dettes libellées en devises, et réside dans le risque de variation du prix des devises par rapport à la monnaie nationale. Ainsi, toute fluctuation défavorable des taux de change se répercutera négativement sur les flux futurs espérés par la banque dans le cadre de son activité financière exercée sur les devises.

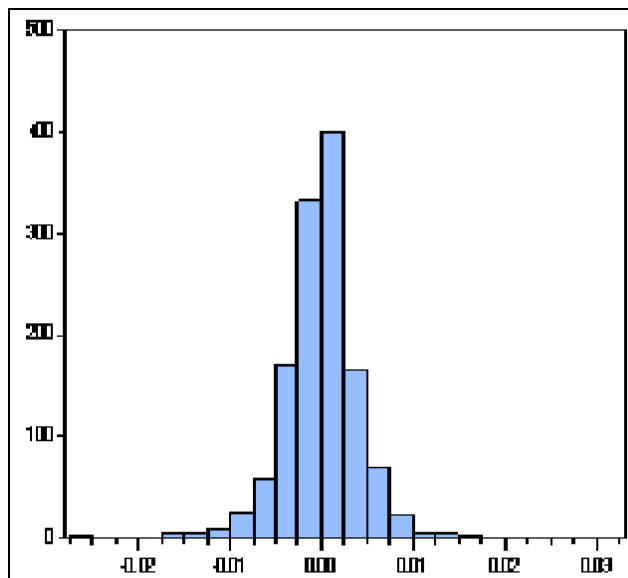
✓ **Risque sur produits de base**

Ce type de risque résulte des fluctuations des valeurs des produits de base. Autrement dit, il découle de la volatilité des prix des produits agricoles, des ressources énergétiques (le pétrole) et des métaux (or, argent, zinc, etc.).

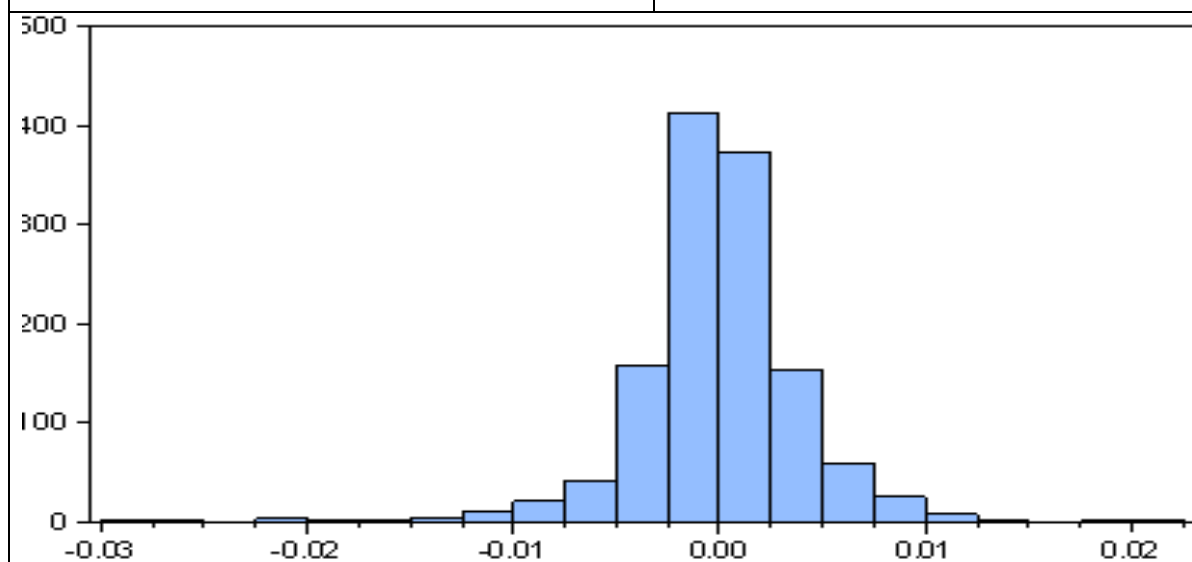
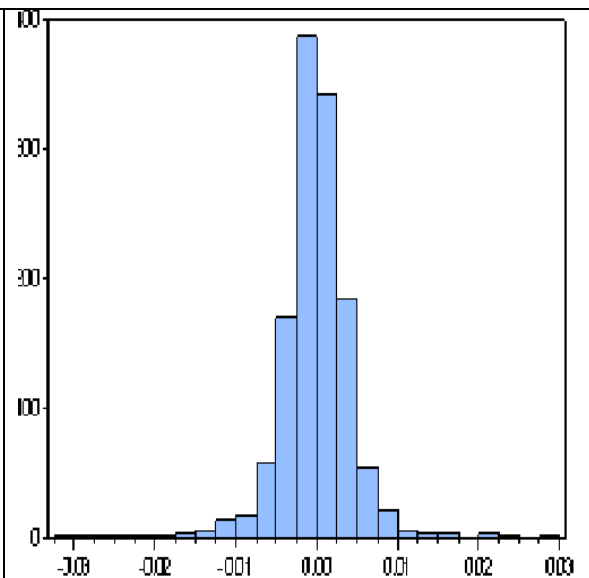
⁸⁷ Comité de la réglementation bancaire et financière

ANNEXE N°03 : Analyse Graphique de la Normalité des séries de rendement des 03 OPCVM

Rendement de FCP 01



Rendement de FCP CEA 02



Rendement de SICAV 01

ANNEXE N°04 : RESULTATS DU TEST DES RACINES UNITAIRES SUR EVIEWS

Null Hypothesis: FCP01 has a unit root		
Exogenous: Constant		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=22)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-26.43889	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.435247
	5% level	-2.863590
	10% level	-2.567911
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		

Null Hypothesis: SICAV01 has a unit root		
Exogenous: Constant		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=22)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-25.03475	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.435247
	5% level	-2.863590
	10% level	-2.567911
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		
Null Hypothesis: FCPCEA02 has a unit root		
Exogenous: Constant		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=22)		
	t-Statistic	
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-26.15980	
Test critical values:	1% level	-3.435247
	5% level	-2.863590
	10% level	-2.567911
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		

ANNEXE N° 05 : TEST DE MULTIPLICATEUR DE LAGRANGE

Test ARCH FCP 01

Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	238.0779	Prob. F(1,1278)	0.0000	
Obs*R-squared	201.0053	Prob. Chi-Square(1)	0.0000	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 11/03/16 Time: 19:24				
Sample (adjusted): 1/04/2011 11/30/2015				
Included observations: 1280 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.29E-05	2.14E-06	6.039264	0.0000
RESID^2(-1)	0.396273	0.025682	15.42977	0.0000
R-squared	0.157035	Mean dependent var	2.14E-05	
Adjusted R-squared	0.156376	S.D. dependent var	8.06E-05	
S.E. of regression	7.40E-05	Akaike info criterion	-16.18251	
Sum squared resid	7.00E-06	Schwarz criterion	-16.17446	
Log likelihood	10358.81	Hannan-Quinn criter.	-16.17949	
F-statistic	238.0779	Durbin-Watson stat	2.025122	
Prob(F-statistic)	0.000000			

TEST ARCH FCP CEA 02

Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	262.7637	Prob. F(1,1278)	0.0000	
Obs*R-squared	218.2927	Prob. Chi-Square(1)	0.0000	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 11/03/16 Time: 19:29				
Sample (adjusted): 1/04/2011 11/30/2015				
Included observations: 1280 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.75E-05	4.52E-06	3.868005	0.0001
RESID^2(-1)	0.412967	0.025476	16.20999	0.0000
R-squared	0.170541	Mean dependent var	2.98E-05	
Adjusted R-squared	0.169892	S.D. dependent var	0.000175	
S.E. of regression	0.000159	Akaike info criterion	-14.64815	
Sum squared resid	3.25E-05	Schwarz criterion	-14.64010	
Log likelihood	9376.817	Hannan-Quinn criter.	-14.64513	
F-statistic	262.7637	Durbin-Watson stat	1.936564	
Prob(F-statistic)	0.000000			

TEST ARCH SICAV01

F-statistic	145.8690	Prob. F(1,1278)	0.0000	
Obs*R-squared	131.1302	Prob. Chi-Square(1)	0.0000	
Test Equation: Dependent Variable: RESID^2 Method: Least Squares Date: 11/03/16 Time: 19:30 Sample (adjusted): 1/04/2011 11/30/2015 Included observations: 1280 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.38E-05	2.55E-06	5.399713	0.0000
RESID^2(-1)	0.320100	0.026504	12.07762	0.0000
R-squared	0.102445	Mean dependent var	2.02E-05	
Adjusted R-squared	0.101743	S.D. dependent var	9.40E-05	
S.E. of regression	8.91E-05	Akaike info criterion	-15.81160	
Sum squared resid	1.02E-05	Schwarz criterion	-15.80354	
Log likelihood	10121.42	Hannan-Quinn criter.	-15.80857	
F-statistic	145.8690	Durbin-Watson stat	2.040008	
Prob(F-statistic)	0.000000			

ANNEXE N° 06 : ESTIMATION DU MODELE ARCH(1)

Dependent Variable: RENDFCP01				
Method: ML ARCH - Normal distribution (BFGS / Marquardt steps)				
Date: 11/03/16 Time: 23:25				
Sample (adjusted): 1/03/2011 11/30/2015				
Included observations: 1281 after adjustments				
Convergence achieved after 13 iterations				
Coefficient covariance computed using outer product of gradients				
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)				
GARCH = C(2) + C(3)*RESID(-1)^2				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	8.39E-06	0.000112	0.075110	0.9401
Variance Equation				
C	1.29E-05	3.18E-07	40.59450	0.0000
RESID (-1)^2	0.263625	0.033361	7.902217	0.0000
R-squared	-0.000049	Mean dependent var		-2.19E-05
Adjusted R-squared	-0.000049	S.D. dependent var		0.004351
S.E. of regression	0.004351	Akaike info criterion		-8.192005
Sum squared resid	0.024233	Schwarz criterion		-8.179932
Log likelihood	5249.979	Hannan-Quinn criter.		-8.187472
Durbin-Watson stat	1.414303			

Dependent Variable: RENDFCPCEA02				
Method: ML ARCH - Normal distribution (BFGS / Marquardt steps)				
Date: 11/03/16 Time: 23:26				
Sample (adjusted): 1/03/2011 11/30/2015				
Included observations: 1281 after adjustments				
Convergence achieved after 8 iterations				
Coefficient covariance computed using outer product of gradients				
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)				
GARCH = C(2) + C(3)*RESID(-1)^2				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-6.24E-05	0.000111	-0.561359	0.5746
Variance Equation				
C	1.32E-05	3.20E-07	41.11517	0.0000
RESID (-1)^2	0.267721	0.032607	8.210489	0.0000
R-squared	-0.000199	Mean dependent var		-0.000126
Adjusted R-squared	-0.000199	S.D. dependent var		0.004510
S.E. of regression	0.004510	Akaike info criterion		-8.171096
Sum squared resid	0.026035	Schwarz criterion		-8.159023
Log likelihood	5236.587	Hannan-Quinn criter.		-8.166563
Durbin-Watson stat	1.394666			

Dependent Variable: RENDSICAV01				
Method: ML ARCH - Normal distribution (BFGS / Marquardt steps)				
Date: 11/03/16 Time: 23:26				
Sample (adjusted): 1/03/2011 11/30/2015				
Included observations: 1281 after adjustments				
Failure to improve likelihood (non-zero gradients) after 0 iterations				
Coefficient covariance computed using outer product of gradients				
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)				
GARCH = C(2) + C(3)*RESID(-1)^2				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-1.31E-05	0.000102	-0.128699	0.8976
Variance Equation				
C	1.06E-05	2.74E-07	38.73871	0.0000
RESID (-1)^2	0.171429	0.017702	9.684080	0.0000
R-squared	0.000000	Mean dependent var	-1.31E-05	
Adjusted R-squared	0.000000	S.D. dependent var	0.004023	
S.E. of regression	0.004023	Akaike info criterion	-8.350241	
Sum squared resid	0.020713	Schwarz criterion	-8.338167	
Log likelihood	5351.329	Hannan-Quinn criter.	-8.345707	
Durbin-Watson stat	1.319435			

Annexe N° 07: Estimation du modèle GARCH (1,1)

Dependent Variable: RENDFCP01				
Method: ML ARCH - Normal distribution (BFGS / Marquardt steps)				
Date: 11/03/16 Time: 23:27				
Sample (adjusted): 1/03/2011 11/30/2015				
Included observations: 1281 after adjustments				
Convergence achieved after 22 iterations				
Coefficient covariance computed using outer product of gradients				
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)				
GARCH = C(2) + C(3)*RESID(-1)^2 + C(4)*GARCH(-1)				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-2.87E-06	0.000108	-0.026685	0.9787
Variance Equation				
C	2.37E-06	2.22E-07	10.65105	0.0000
RESID(-1)^2	0.168457	0.016665	10.10824	0.0000
GARCH(-1)	0.697473	0.017877	39.01616	0.0000
R-squared	-0.000019	Mean dependent var		-2.19E-05
Adjusted R-squared	-0.000019	S.D. dependent var		0.004351
S.E. of regression	0.004351	Akaike info criterion		-8.236081
Sum squared resid	0.024233	Schwarz criterion		-8.219983
Log likelihood	5279.210	Hannan-Quinn criter.		-8.230036
Durbin-Watson stat	1.414345			

Dependent Variable: RENDFCPCEA02				
Method: ML ARCH - Normal distribution (BFGS / Marquardt steps)				
Date: 11/03/16 Time: 23:28				
Sample (adjusted): 1/03/2011 11/30/2015				
Included observations: 1281 after adjustments				
Convergence achieved after 21 iterations				
Coefficient covariance computed using outer product of gradients				
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)				
GARCH = C(2) + C(3)*RESID(-1)^2 + C(4)*GARCH(-1)				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-8.78E-05	0.000104	-0.843810	0.3988
Variance Equation				
C	1.78E-06	1.41E-07	12.64394	0.0000
RESID(-1)^2	0.153263	0.012597	12.16703	0.0000
GARCH(-1)	0.746607	0.010676	69.93052	0.0000
R-squared	-0.000072	Mean dependent var		-0.000126
Adjusted R-squared	-0.000072	S.D. dependent var		0.004510
S.E. of regression	0.004510	Akaike info criterion		-8.240004
Sum squared resid	0.026032	Schwarz criterion		-8.223906
Log likelihood	5281.722	Hannan-Quinn criter.		-8.233959
Durbin-Watson stat	1.394844			

Dependent Variable: RENDSICAV01				
Method: ML ARCH - Normal distribution (BFGS / Marquardt steps)				
Date: 11/03/16 Time: 23:28				
Sample (adjusted): 1/03/2011 11/30/2015				
Included observations: 1281 after adjustments				
Convergence achieved after 23 iterations				
Coefficient covariance computed using outer product of gradients				
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)				
GARCH = C(2) + C(3)*RESID(-1)^2 + C(4)*GARCH(-1)				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	7.27E-05	0.000104	0.700071	0.4839
Variance Equation				
C	3.69E-06	2.22E-07	16.65286	0.0000
RESID(-1)^2	0.273708	0.021474	12.74621	0.0000
GARCH(-1)	0.503011	0.018105	27.78367	0.0000
R-squared	-0.000455	Mean dependent var	-1.31E-05	
Adjusted R-squared	-0.000455	S.D. dependent var	0.004023	
S.E. of regression	0.004024	Akaike info criterion	-8.387854	
Sum squared resid	0.020722	Schwarz criterion	-8.371756	
Log likelihood	5376.420	Hannan-Quinn criter.	-8.381809	
Durbin-Watson stat	1.318835			

Tables des Matières

INTRODUCTION GÉNÉRALE	1
CHAPITRE I. LES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIFS EN VALEURS MOBILIERES : MISE EN CONTEXTE	4
INTRODUCTION	4
SECTION I : LE DEVELOPPEMENT DES « OPCVM » DANS LE MONDE	4
I-1. SURVOL HISTORIQUE DES OPCVM	5
I-2. L'INDUSTRIE INTERNATIONALE DES OPCVM	7
SECTION II. LES « OPCVM » : EVOLUTION, PERFORMANCE & FACTEURS DE REUSSITE : AVIS DES AUTEURS	10
SECTION III. CARACTERISTIQUES DE L'INDUSTRIE TUNISIENNE DES OPCVM	12
II-1. LES OPCVM : DEFINITION, ORGANISATION ET FONCTIONNEMENT	13
II-1-1. DEFINITION ET TYPOLOGIES DES OPCVM	13
II-1-2. ORGANISATION ET FONCTIONNEMENT DES OPCVM	15
II-2. OPPORTUNITES ET MENACES D'INVESTISSEMENT DANS LES OPCVM	22
II-2-1. Les opportunités d'investissement dans les OPCVM	22
II-2-2. Les Menaces d'investissement dans les OPCVM	23
CONCLUSION	24
CHAPITRE II. LA MOBILISATION DE L'ÉPARGNE A TRAVERS LES OPCVM A L'ECHELLE NATIONALE ET INTERNATIONALE	26
INTRODUCTION	26
SECTION I. RÔLE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ET INDIVIDUELS DANS LA MOBILISATION DE L'ÉPARGNE DES OPCVM DANS LE MONDE	27
I-1 RÔLE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS DANS LA MOBILISATION DE L'ÉPARGNE DES OPCVM	28
I-1-1 Rôle des investisseurs institutionnels sur le marché financier américain	28
I-1-2 Rôle de la demande institutionnelle sur le marché financier Européen	31
I-1-3 Rôle de la demande institutionnelle sur le marché financier Marocain	31
I-2 ROLE DES INVESTISSEURS INDIVIDUELS	34
I-2-1. Rôle des investisseurs individuels aux Etats Unis	34
I-2-2. La demande des investisseurs individuels en Europe	36
I-2-3. La demande des Investisseurs Individuels au Maroc	37
SECTION II : RÔLE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ET INDIVIDUELS DANS LA MOBILISATION DE L'ÉPARGNE A TRAVERS LES OPCVM EN TUNISIE	38

II-1. ROLE DE LA DEMANDE INSTITUTIONNELLE DANS LA MOBILISATION DE L'EPARGNE	39
II-1-1. ROLE DES CAISSES DE RETRAITE DANS LA MOBILISATION DE L'EPARGNE	40
II-1-2. ROLE DES COMPAGNIES D'ASSURANCE DANS LA MOBILISATION	41
II-2. LA DEMANDE DES INVESTISSEURS INDIVIDUELS	44
SECTION III. ENQUETE SUR LES MECANISMES D'AMELIORATION DE LA MOBILISATION DE TUNISIEN A TRAVERS LES OPCVM	46
III-1. OBJECTIFS DE L'ENQUETE	47
III-2. LE QUESTIONNAIRE	47
III-3. CHOIX DE L'ECHANTILLON	47
III-4. LES PRINCIPAUX RESULTATS DE L'ENQUETE ET LEURS INTERPRETATIONS	49
III-4-1. Répartition des Actifs Gérés par Classes d'Actifs	49
III-4-2. Répartition des Actifs Gérés Par Produits	50
III-4-3. Répartition des Actifs Gérés par Typologies d'Investisseurs	51
III-4-4. Les motifs de placement des investisseurs individuels et institutionnels	53
III-4-5. Les contraintes entravant les investisseurs individuels et institutionnels à placer dans les OPCVM	54
III-4-6. Les différentes stratégies mises en place par les gestionnaires d'OPCVM pour attirer les investisseurs institutionnels et individuels	55
III-5. RECOMMANDATIONS	59
III-5-1. MODERNISER LE SYSTEME DE GESTION DES ACTIFS DE RETRAITE	60
III-5-2. OPTIMISER LA GESTION DES PRODUITS D'ASSURANCE VIE ET ASSURER LEUR DEVELOPPEMENT	60
III-5-3. CREATION DES OPCVM MONETAIRES	61
III-5-4 LA CONSOLIDATION DE LA STRATEGIE COMMERCIALE DES GESTIONNAIRES D'OPCVM	62
III-5-5. INSTAURER L'ASPECT RISQUE DANS LA CLASSIFICATION DES OPCVM	62
CONCLUSION	63
CHAPITRE III. EXPOSITION DES OPCVM AU RISQUE DE MARCHE : ADAPTATION DE LA MODELISATION « VALUE AT RISK » A DES PORTEFEUILLES D'OPCVM : CAS DE TUNISIE VALEURS	65
INTRODUCTION	65
SECTION I. EXPOSITION DES OPCVM AUX RISQUES DE MARCHE :	
SOUBASSEMENTS THEORIQUE ET JURIDIQUE	66
I-1. REVUE DE LA LITTERATURE	66
I-2. GESTION DU RISQUE DE MARCHE EN EUROPE, AU MAROC ET EN TUNISIE	70
I-2-1. CAS DE L'EUROPE	70
I-2-2. CAS DU MAROC	71

I-2-3. CAS DE LA TUNISIE _____	72
SECTION II. LA « VaR » : DEFINITION, FONDEMENTS JURIDIQUES, APPROCHES DE MESURE, AVANTAGES ET LIMITES _____	75
II-1. DEFINITION ET COMPOSANTES DE LA VAR _____	75
II-1-1. DEFINITION _____	75
II-1-2. COMPOSANTES _____	76
II-2. CADRE REGLEMENTAIRE DU RISQUE DE MARCHE _____	76
II-3. LES PARAMETRES DE LA VAR _____	78
II-3-1. L'HORIZON TEMPOREL _____	78
II-3-2. L'INTERVALLE DE CONFIANCE _____	78
II-4. LES DIFFERENTES APPROCHES DE MESURE DE LA VaR _____	78
II-4-1. LA METHODE HISTORIQUE _____	79
II-4-2. LA SIMULATION DE MONTE CARLO _____	80
II-4-3. LA METHODE PARAMETRIQUE _____	80
II-5. AVANTAGES ET LIMITES DES APPROCHES DE MESURE DE LA VAR _____	81
SECTION III- VALIDATION EMPIRIQUE DE LA « VaR » SUR DES PORTEFEUILLES D'OPCVM : CAS DE TUNISIE VALEURS _____	82
III-1. METHODOLOGIE DE RECHERCHE _____	82
III-1-1. DEMARCHE DE CALCUL DE LA VaR _____	83
III-1-2. CALCUL DES RENDEMENTS _____	83
III-1-3. METHODES DE CALCUL DE LA VaR _____	84
III-1-4. APPLICATION DU BACKTESTING _____	85
III-2. APPLICATION DE LA VaR SUR DES PORTEFEUILLES D'OPCVM _____	88
III-2-1. PRESENTATION DE L'ECHANTILLON _____	88
III-2-2. Etude statistique et graphique des rendements _____	91
III-2-3. CHOIX DES PARAMETRES DE CALCUL DE LA VAR _____	93
III-2-4. RESULTATS D'APPLICATION DE LA VAR _____	94
III-3. APPLICATION DU BACKTESTING _____	100
III-3-1. Test de la Couverture Inconditionnelle « kupiec, 1995 » _____	100
III-3-2. Test d'indépendance de Cristoffersen (1998) _____	101
III-3-3. Test de la couverture conditionnelle « christoffersen, 1998 » _____	101
CONCLUSION _____	102
CONCLUSION GÉNÉRALE _____	104
BIBLIOGRAPHIE _____	107
ANNEXES _____	110