

RAPPORT DE LA COMMISSION

Impact sur les OPCVM de
l'adoption de la méthode actuarielle
pour l'évaluation des obligations et
valeurs assimilées

A. GRAR

Séminaire IFREFI, TOZEUR, janvier 2006

Sommaire

- Diagnostic de la situation actuelle : la valorisation au prix d'acquisition
- L'évaluation par la méthode actuarielle
- Travaux de simulation

Diagnostic de la situation actuelle

- **Le marché primaire obligataire** : Dominé par la dette du souverain, principal émetteur sur le marché

Encours des bons du Trésor fin 2005 :	5,23 Md TND (91% BTA)
Emissions des BTA/BTC en 2005 :	1,64 Md TND (71% BTA)
Encours des obligations de sociétés fin 2005:	653 M TND (56% Leasing)
<i>Encours des obligations de sociétés fin 2003:</i>	<i>730 M TND (46% Leasing)</i>
Emissions obligataires des sociétés en 2005:	100 M TND (80% Leasing)



Encours des SICAV Obligataires fin 2005 :	2 203 M TND
Encours des SICAV mixtes fin 2005 :	150 M TND

Diagnostic de la situation actuelle

● Le marché primaire obligataire :

- A partir de 1998 : Emission des obligations avec des notations attribuées par Fitch North Africa. Cependant tous les émetteurs ne sont pas notés.
- Certaines émissions à taux variable sont indexées sur le taux d'intérêt court terme (Taux du marché monétaire)
- Faiblesse du montant par émission pour les emprunts des sociétés (entre 5 et 20 M TND)
- Irrégularité des émissions de BTA (surtout pour les maturités intermédiaires)

Les taux de rendement actuariels à l'émission ne respectent pas toujours la hiérarchie des maturités et/ou des niveaux de risque.



Diagnostic de la situation actuelle

- Le marché secondaire obligataire :
 - Le marché secondaire des BTA est marqué par la prédominance des opérations intra-banques, intra-SVT (simples mouvements de comptes à l'intérieur d'un même groupe bancaire)
 - *Volume de transactions sur les BTA inter- SVT : **très faible***
 - *Volume de transactions sur les BTA en Bourse : 67 M TND (1,4%)*



Les cours ne peuvent servir de références pour évaluer les BTA puisqu'il s'agit d'opérations d'adossements reflétant des relations captives entre la banque et son client

Diagnostic de la situation actuelle

- **Le marché secondaire obligataire :**
 - Marché peu liquide: 13 M TND de volume de transactions sur obligations en 2005 : les cours ne reflètent pas un vrai « prix de marché »
 - Dans la plupart des émissions, la VN s'amortit d'une manière linéaire, rendant ainsi difficile la gestion des flux lors des transactions
 - La distorsion fiscale : Les transactions se font sur la base d'un prix coupon brut attaché *(L'acheteur d'une obligation avant l'échéance supportera tout seul la retenue à la source sur la totalité des produits calculés depuis la souscription jusqu'à l'échéance)*



Ces distorsions affectent le prix hors coupon des obligations privées, ce qui ne permet pas la formation d'un cours reflétant uniquement la vraie valeur de l'obligation.

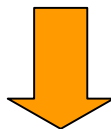
Diagnostic de la situation actuelle

- Valorisation des titres obligataires dans les OPCVM :
- ❑ **Le Cadre légal**: selon la norme comptable n°17, trois méthodes sont possibles :
 - ✓ V. de Marché : transaction ou cotation à une date récente
 - ✓ V. d'acquisition : en l'absence de transactions ou de cotations
 - ✓ V. actuelle : si les deux méthodes précédentes sont jugées non raisonnables

Diagnostic de la situation actuelle

❑ **Le Cadre pratique:** Faute de marché secondaire actif l'évaluation se fait au prix d'acquisition

- Cela permet aux OPCVM d'assurer à leurs souscripteurs une rémunération annuelle progressive régulière
- Une hausse des taux d'intérêts ne se traduit pas immédiatement sur les VL : Possibilité de rachat de parts sans subir de conséquences
- Une baisse des taux ne fera progresser pas la VL, le profit sera partagé entre les détenteurs de manière identique sans tenir compte de leurs durées de détention effectives.



Cette situation fait naître une déconnexion entre les mouvements des taux d'intérêt et le rendement des OPCVM obligataires.

Diagnostic de la situation actuelle

- Aucune constatation de plus ou moins value dans le calcul des valeurs liquidatives : manque d'équité entre actionnaires (persévérance de la performance)
- L'écart entre le coût d'acquisition et la valeur de remboursement se répercute totalement sur la VL à la date du remboursement ou de l'amortissement partiel (pas de convergence progressive vers la valeur de remboursement) : effet prévisible !



Opportunité d'arbitrage : inefficienne

Diagnostic de la situation actuelle

Comment y remédier ?



Evaluation théorique des obligations et valeurs assimilées détenues par les OPCVM selon leur valeur actuelle.

- Norme 17 paragraphe 19 : Méthode actuarielle : Le taux d'actualisation à retenir correspond au taux de rémunération des placements similaires récemment émis en terme de rendement et de risque

L'évaluation par la méthode actuarielle

● L'exemple français

- ✓ Les OPCVM doivent valoriser leurs portefeuilles titres à la valeur actuelle
- ✓ Les TCN sont évalués à leur valeur marché, le cas échéant, les assimiler à des émissions équivalentes affectées d'un écart représentatif des caractéristiques intrinsèques de l'émetteur.
- ✓ Une méthode simplificatrice (linéarisation) est prévue pour les seuls TCN dont la durée de vie restante est inférieure à 3 mois

L'évaluation par la méthode actuarielle

● L'exemple marocain

- ✓ Une courbe de taux est publiée quotidiennement par Bank Al Maghrib, calculée sur la base des dernières transactions sur les bons du trésor.
- ✓ Evaluation : actualisation de chaque flux restant à percevoir au taux de la courbe correspondant à la maturité restante, majoré, le cas échéant, d'une marge représentative des caractéristiques intrinsèques de l'émetteur (marge à l'émission)

Fondements de la méthode actuarielle

- ✓ Actualisation des flux futurs restants à courir
- ✓ Détermination d'un taux de base à partir de la courbe des taux pour une maturité restante donnée
- ✓ Ajout d'une prime de risque représentative des caractéristiques intrinsèques de l'émetteur

Conséquences de la méthode actuarielle

- L'application de la méthode actuarielle se traduira par:
 - Une variation significative des valeurs liquidatives au moment du changement de méthode.
 - Une évolution des valeurs liquidatives en fonction de la variation des taux d'intérêt prélevant sur le marché.



La nouvelle méthode va attribuer un caractère volatil aux valeurs liquidatives, ce qui est inhabituel pour les actionnaires des OPCVM obligataires !

- **Détermination de la courbe des taux :**

- Elle est fondée sur les prix des adjudications des BTA/BTC
- Interpolation linéaire entre les points adjugés dans un repère maturité/taux actuariel
- Taux In Fine ou Taux zéro coupon (taux pur) ?
- Pour évaluer les BTA non adjugés, les taux In Fine interpolés sont utilisés
- Problème d'évaluation des obligations autres qu'In Fine : les taux purs sont nécessaires pour évaluer les flux individuels

- **Détermination de la courbe des taux :**
 - **Significativité des prix adjugés** : les adjudications pour lesquels le montant levé est inférieur à 30 M TND ne sont pas prises en compte
 - **Le problème de la concavité** : l'interpolation linéaire est d'autant plus imprécise que le segment d'interpolation est grand : détermination de segments d'interpolation ([0;1an], [1;3ans], [3;5ans], [5;7ans] ...)
 - Si, pour un segment donné, aucune adjudication récente n'existe, le dernier taux adjugé est « déplacé » des mêmes proportions que la maturité adjugée la plus proche
 - Fréquence de révision de la courbe : hebdomadaire, et les prix restent valables pendant deux mois, sinon, ils sont interpolés ou « déplacés »

- Détermination de la prime de risque :

- La prime de risque sera fixée en fonction du rating, en attribuant une probabilité de défaut et un taux de recouvrement à chaque classe de risque (méthode de l'équivalent certain)
- La prime de risque dépend-t-elle de la maturité restante ? Est-elle dynamique dans le temps (processus stochastique) ?
- La vitesse de réaction du marché à une dégradation du risque dépend de la fréquence de révision du rating
- Qu'en est-il des émissions sans rating ou des émissions garanties par des banques non notées ?



Travaux en cours ...

Les travaux de simulation

Objectifs :

- ➔ Évaluer l'impact de l'adoption de la méthode d'évaluation selon la valeur actuelle sur les actifs gérés des OPCVM
- ➔ Analyser l'impact que pourrait avoir un mouvement de la courbe des taux sur la valeurs actuelles des obligations, et de ce fait sur l'actif géré des OPCVM

Impact de l'application de la méthode actuarielle (fin 2003)

Réévaluation des
actifs

+1,86%

(4 mois et demi de VL)

BTA : +0,28%

Obligations de sociétés :
+1,58%

Sensibilité des OPCVM aux mouvements des taux

Structure moyenne du portefeuille des OPCVM

30% Obligations; 28% BTA; le reste en TCN et tréso.

Hausse des taux de
20pb ou plus



Variation quotidienne de
la VL négative ou nulle

MERCI
DE VOTRE ATTENTION