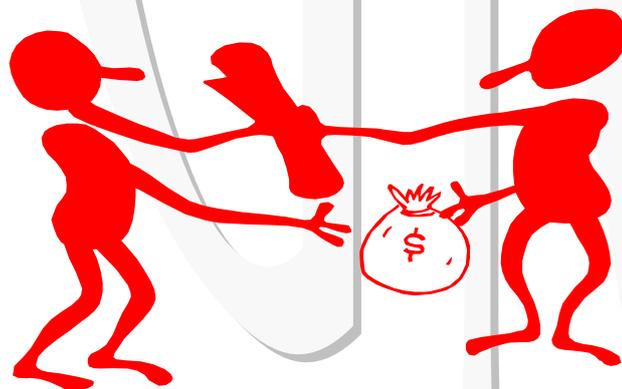


FONDS DE GARANTIE DE MARCHE

*Géré par la BVMT pour le compte de L'AIB en vertu de la convention
de transfert du mandat d'administration du FGM*

REGLEMENT DU FONDS DE GARANTIE DE MARCHÉ (CAHIER DES CHARGES)



SOMMAIRE

1 - PRINCIPES DE LA GARANTIE DE MARCHÉ

1.1 - LES DIFFERENTS TYPES DE RISQUES ET LEURS OUTILS DE GESTION

- 1.1.1 - Le risque de crédit
- 1.1.2 - Le risque de contrepartie
- 1.1.3 - Le risque de marché

1.2 - MEMBRES DU FONDS DE GARANTIE

1.3 - OPERATIONS COUVERTES

1.4 - MODALITES D'INTERVENTION DU FONDS

2 - ORGANISATION FONCTIONNELLE DU FONDS DE GARANTIE

2.1 - FORME JURIDIQUE

2.2 - ADMINISTRATION PATRIMONIALE DU FONDS DE GARANTIE

- 2.2.1 - Collecte des contributions
- 2.2.2 - Suivi des contributions
- 2.2.3 - Restitution des contributions
- 2.2.4 - Placement de la trésorerie
- 2.2.5 - Couverture des frais de gestion

2.2 - ADMINISTRATION TECHNIQUE DU FONDS DE GARANTIE

- 2.3.1 - Détermination des positions nettes
- 2.3.2 - Détermination du risque de marché
- 2.3.3 - Détermination des contributions versées au fonds de garantie
- 2.3.4 - Contrôle des contributions
- 2.3.5 - Intervention du fonds de garantie
- 2.3.6 - Financement des interventions

1 - PRINCIPES DE LA GARANTIE DE MARCHÉ

1.1 - LES DIFFERENTS TYPES DE RISQUES ET LEURS OUTILS DE GESTION

1.1.1 - Le risque de crédit

Principe : le système de livraison contre paiement administré par le dépositaire central permet de supprimer tout risque de crédit.

Le risque de crédit apparaît lorsqu'il y existe un décalage entre la livraison des titres et le règlement des capitaux. En effet, un intermédiaire vendeur qui livre, à la suite d'une négociation en Bourse, les titres à sa contrepartie acheteuse sans recevoir le règlement simultané subit un déficit de trésorerie. Réciproquement, un intermédiaire qui réalise le paiement correspondant à son achat sans recevoir la livraison immédiate des titres réalise, en quelque sorte, une avance de trésorerie à sa contrepartie. En outre, l'intermédiaire n'est aucunement assuré que le règlement ou la livraison auront effectivement lieu. Il court donc un risque de contrepartie.

- + Le risque de crédit disparaît dès qu'un système assurant la simultanéité de la livraison et du paiement est instauré.

1.1.2 - Le risque de contrepartie et le risque systémique

Principe : la mise en place d'un Fonds de Garantie de Marché permet de supprimer tout risque de contrepartie et de réduire significativement le risque systémique.

Le risque de contrepartie est celui subi par un intermédiaire dont la contrepartie fait faillite et n'est plus en mesure d'honorer ses engagements de paiement contre livraison. En l'absence de mécanismes de garantie, le paiement des espèces et /ou la livraison des titres que l'intermédiaire défaillant s'était engagé à réaliser lors des dernières séances de négociation n'auront pas nécessairement lieu. On imagine aisément que le préjudice subi serait tel, que l'intermédiaire qui se trouve face à une contrepartie défaillante ne puisse plus honorer ses propres engagements et soit à son tour défaillant. Par effet de domino, l'ensemble des intervenants est menacé, le risque de contrepartie se transformant rapidement en risque systémique.

Ces risques peuvent être partiellement levés lorsque l'on permet à chaque intermédiaire de choisir sa contrepartie, ce qui revient à choisir son risque. C'est l'une des caractéristiques principales des marchés dirigés par les prix où, parallèlement, l'exercice de l'activité de teneur de marché est assorti de contraintes fortes en termes de fonds propres.

L'architecture retenue par la place tunisienne est différente puisqu'il s'agit d'un Marché Central dirigé par les ordres où :

┌ Le choix de sa contrepartie est impossible :

Que la cotation ait lieu par fixing ou soit effectuée en continu pour les valeurs les plus liquides, c'est bien le système de négociation qui, en fonction de l'offre et de la demande de titres, détermine le prix d'équilibre et attribue à chaque ordre exécuté une contrepartie.

┌ Les contraintes, en termes de fonds propres, imposées aux intervenants sont relativement faibles :

L'absence de contraintes fortes se justifie par la nature même de l'activité d'intermédiation. La fonction première des intermédiaires n'est pas d'acquérir les titres de leurs clients ou, inversement, de leur céder des titres. Le rôle premier de l'intermédiaire en Bourse est bien de transmettre les ordres d'achat ou de vente émanant des clients sur le marché afin qu'offre et demande de valeurs mobilières puissent être confrontées. Dans le cadre de cette activité, les intermédiaires en Bourse n'ont en effet pas besoin d'une surface financière importante.

- + L'existence d'un système de garantie des opérations réalisées sur un marché dirigé par les ordres est donc essentielle. Il s'agit en effet d'assurer que les transactions seront effectivement dénouées et que la défaillance d'un intermédiaire ne portera pas préjudice à d'autres intermédiaires (risque de contrepartie) ni à l'ensemble de la profession (risque systémique).
- + La principale mission du fonds est, une fois la défaillance espèce définitive d'un intermédiaire constaté, de le subroger dans ses obligations de règlement / livraison présentes et à venir. Pour rappel, la gestion d'une défaillance temporaire d'un intermédiaire fait l'objet de deux décisions de la Bourse. La première présente la procédure utilisée pour la résolution des défauts titres, la seconde étant consacrée à la résolution des défauts espèces. Ce n'est qu'en cas d'échec de la seconde procédure que l'intermédiaire est déclarée définitivement défaillant et que le fonds intervient.
- + La bonne fin des transactions opérées sur le marché est ainsi assurée et tout risque de contrepartie disparaît.

1.1.3 - Le risque de marché

Principe : la garantie, par un fonds, de la bonne fin des transactions réalisées sur le marché est assortie d'un risque de marché.

La couverture du fonds porte sur l'ensemble des opérations réalisées sur le marché qui sont en attente de dénouement. Si l'intermédiaire est jugé défaillant le jour J, le fonds s'engage à assurer la bonne fin des transactions réalisées sur le marché entre le jour de négociation et le jour de dénouement.

La garantie du dénouement des opérations est assortie d'un risque de marché. Ce dernier est lié à la variation du cours d'une valeur entre le jour de la négociation et le jour de dénouement effectif :

┌ ***En cas de défaut espèces*** : Le fonds de garantie réglera la (les) contrepartie(s) de l'intermédiaire défaillant conformément aux termes de la négociation et recevra livraison des titres. Il reviendra au fonds de revendre ces titres. Le risque couru est alors de revendre les titres à un prix inférieur à celui de la négociation d'origine et de subir une perte.

┌ ***En cas de défaut titres*** : Le fonds de garantie achètera les titres manquants sur le marché. Une fois les titres acquis, le fonds les livrera à la (les) contrepartie(s) de

l'intermédiaire défaillant contre règlement des espèces conformément aux termes de la négociation d'origine. Le risque couru est alors d'acquérir les titres à un prix supérieur à celui de la négociation d'origine et de subir une perte.

Principe : les intermédiaires en Bourse couvrent leur risque de marché en constituant une provision au sein du fonds de garantie.

La couverture de ce risque de marché est réalisée par un mécanisme d'appel de contributions auprès des intermédiaires en Bourse. Chaque intermédiaire constitue, grâce à ses contributions, une provision au sein du fonds de garantie. Le montant de la provision est déterminé en fonction du risque de marché calculé sur l'ensemble des opérations qui sont en cours de dénouement. La provision de chaque intermédiaire constitue, en quelque sorte, une garantie qu'il apporte au marché : en cas de faillite, le fonds pourra liquider ses positions, le cas échéant, en utilisant tout ou partie de sa provision afin de couvrir l'éventuelle acquisition de titres à un cours supérieur au cours de la négociation d'origine ou inversement, la vente de titres à un cours inférieur. Ce système présente trois avantages :

- Pour chaque intermédiaire, le risque de marché peut être calculé tous les jours en fonction des négociations effectuées
- Chaque intermédiaire contribue au fonds en fonction de son risque propre ; plus les positions nettes, d'un intermédiaire sont importantes, plus sa provision est élevée (plus il contribue au fonds). Réciproquement, plus ses positions nettes diminuent, moins le montant de sa provision est élevé (ses contributions précédentes lui sont restituées) ;
- Enfin, le fonds utilise en priorité la provision constituée par l'intermédiaire défaillant, cette dernière devant normalement permettre de couvrir la totalité de son risque de marché.

Principe : la solidarité de place

Dans le cas extrême où la provision de l'intermédiaire ne suffit pas à couvrir la liquidation de l'ensemble de ses positions, le second principe retenu est celui de la mutualisation du risque : l'ensemble des intermédiaires contribue de façon exceptionnelle au fonds afin de permettre l'apurement des suspens de l'intermédiaire défaillant.

Pour ne pas avoir à supporter le risque de marché, le fonds de garantie appelle trois types de contributions auprès des intermédiaires : une contribution initiale ou "matelas" de sécurité ; des contributions régulières afin d'ajuster le montant de leur provision régulière à leur niveau de risque ; enfin, une contribution appelée de façon exceptionnelle lorsque l'apport initial et la provision régulière d'un intermédiaire défaillant ne suffisent pas à couvrir l'ensemble de ses obligations de règlement / livraison.

1.2 - MEMBRES DU FONDS DE GARANTIE

Principe : Le fonds de garantie de marche est créé par les intermédiaires en Bourse et alimenté par leurs contributions, ce fonds est exclusivement destiné à

garantir entre eux la bonne fin des transactions sur le marché. Tout intermédiaire habilité à négocier sur le marché doit être membre du Fonds de Garantie de Marché.

Chaque intermédiaire doit notamment régler les appels de contribution dans les délais prévus par le fonds. Un intermédiaire qui cesse de contribuer au fonds ne doit plus avoir accès au système de négociation (suspension immédiate) pour deux raisons essentielles :

- ∫ Il ne doit pas accroître ainsi son risque de marché par de nouvelles négociations alors qu'il n'est plus en mesure de le couvrir ;
- ∫ Dans la plupart des cas, l'intermédiaire qui n'a pu se procurer les ressources nécessaires pour effectuer les contributions est en situation d'extrême fragilité financière. Il représente donc un risque pour l'ensemble de la place.

1.3 - OPERATIONS COUVERTES

Principe : Seules les opérations portant sur des valeurs négociées sur le Marché Central réglementé, sont couvertes par le fonds de garantie.

On entend par marché central, le marché de négociation des valeurs admises aux opérations de la TUNISIE CLEARING, Cotées sur le Système de Cotation Electronique.

Conformément au Règlement Général de la Bourse, les transactions de blocs sont exclues des mécanismes de garantie. En effet, ces opérations réalisées hors marché central s'apparentent à des opérations de gré à gré. Un intermédiaire qui effectue une opération de bloc choisit sa contrepartie et donc son risque. Le principe de couverture du risque de contrepartie déjà évoqué n'est donc plus justifié. D'autre part, tout suspens constaté sur une opération de bloc aboutit automatiquement à l'annulation de la transaction.

1.4 - MODALITES D'INTERVENTION DU FONDS

Principe : Le fonds de garantie n'intervient qu'à la suite d'une défaillance espèces définitive. A partir du moment où la défaillance espèces est constatée, le fonds se substitue à l'intermédiaire défaillant pour liquider, dans les meilleurs délais, l'ensemble de ses positions (espèces et titres).

Même si le fonds peut être amené, dans le cadre d'une intervention, à dénouer des défauts titres, l'événement qui provoque son intervention ne peut être qu'une défaillance espèce.

Pour rappel, tout suspens titres est géré selon la procédure de résolution des défauts titres faisant l'objet d'une décision de la Bourse (délai accordé à l'intermédiaire pour trouver les titres manquants, assignation de l'intermédiaire, première procédure de rachat, etc...). Si, à l'issue de ladite procédure, les titres n'ont pu être trouvés, la transaction est annulée (clause résolutoire) et l'opération se résout par le paiement d'une indemnité au lieu d'une livraison de titres. Cette procédure part du principe qu'il peut être difficile, voire impossible d'acquérir certains titres, faute de marché sur la valeur concernée.

En revanche, tout intermédiaire doit être en mesure de mobiliser rapidement les ressources financières nécessaires au respect de ses engagements espèces. En conséquence, le Fonds de Garantie de Marché n'intervient qu'en cas de cessation de paiement d'un intermédiaire. Cet état peut être constaté dans deux cas :

- ┌ Lorsque l'intermédiaire n'est plus en mesure d'apporter sa contribution au fonds de garantie ;
- ┌ Lorsqu'il ne peut pas résoudre une suspens espèce dans les délais de place (délai prévu par la décision relative à la résolution des défauts espèces).

Une fois l'état de cessation de paiement constaté, l'intermédiaire ne doit plus avoir accès au système de négociation (suspension immédiate). Ce principe de sécurité évite que l'intermédiaire n'accroisse ses positions alors qu'il n'est pas en mesure de les dénouer et / ou n'accroisse son risque alors qu'il n'est plus en mesure de le couvrir.

Le fonds se substitue à l'intermédiaire défaillant afin que les suspens constatés ainsi que l'ensemble des transactions en attente de règlement/livraison soient effectivement dénoués. Il se peut qu'une partie seulement des opérations de l'intermédiaire fassent l'objet d'une intervention effective du fonds, i.e. d'un règlement du fonds de garantie qui prendra alors livraison des titres de la (les) contrepartie(s) de l'intermédiaire (charge au fonds de revendre ces titres sur le marché) ou inversement, d'un achat des titres afin de pouvoir les livrer à la (les) contrepartie(s) de l'intermédiaire défaillant contre règlement espèces.

2 - ORGANISATION FONCTIONNELLE DU FONDS DE GARANTIE DE MARCHÉ

2.1 - FORME JURIDIQUE

Le fonds est créé sous forme d'une société en participation, il est dépourvu d'une personnalité morale, et à ce titre, le fonds remplit trois fonctions essentielles :

- ∫ S'assurer que les contributions versées par un intermédiaire figurent bien à son compte courant. En cas d'intervention, la Bourse utilisera en priorité la provision de l'intermédiaire défaillant afin de remplir ses engagements. Enfin, le fonds restitue à tout intermédiaire qui cesse son activité le montant de sa provision dans le fonds dès que l'ensemble de ses obligations de règlement livraison ont été remplies ;
- ∫ Placer la totalité des fonds qui lui sont confiés dans des instruments sans risque (marché monétaire, comptes courants rémunérés, etc....) afin que les intermédiaires tirent un revenu des fonds qu'ils ont immobilisés
- ∫ Informer la Bourse du niveau des provisions de chaque intermédiaire.

Le fonds doit être doté d'une comptabilité distincte de celle de la Bourse afin d'éviter, en cas de faillite du fonds (cas extrême), que la Bourse ait à engager ses propres actifs. Inversement, les capitaux collectés par le Fonds de Garantie de Marché ne peuvent pas être utilisés par la Bourse pour ses propres besoins.

L'administration technique et patrimoniale du Fonds de Garantie de Marché est confiée à la Bourse, pour le compte de l'A.I. B en vertu de la convention de transfert du mandat d'administration technique et patrimoniale du Fonds de Garantie de Marché signée entre l'A.I.B et la B.V.M.T.

2.2 - ADMINISTRATION PATRIMONIALE DU FONDS DE GARANTIE DE MARCHÉ

2.2.1 - Collecte des contributions

Afin de pouvoir collecter les contributions de chaque intermédiaire, le fonds de garantie doit disposer d'un compte courant ouvert auprès d'une banque commerciale membre du système de compensation de la banque centrale. Les intermédiaires versent leurs contributions par virement sur ce compte courant ou en déposant au fonds un chèque certifié.

2.2.2 - Suivi des contributions

A l'issue de chaque journée de négociation, l'administration technique du fonds détermine le montant de la contribution que chaque intermédiaire doit verser avant la séance de Bourse suivante.

Le fonds doit tenir une comptabilité simplifiée afin de déterminer quotidiennement et pour chaque intermédiaire :

- ∫ Le montant de la dernière contribution effectivement versée ;

- ┌ Le montant de l'apport initial ;
- ┌ Le montant total de la provision régulière ;
- ┌ Le montant de la contribution exceptionnelle ;
- ┌ La provision globale constituée par chaque intermédiaire ;
- ┌ Les revenus issus du placement de sa provision diminuée des frais de gestion et les autres frais tel que les frais du comité de gestion et celles du réviseur des comptes
- ┌ Les éventuelles pénalités prélevées sur la provision de l'intermédiaire à la suite d'un défaut de contribution au fonds de garantie.

Quotidiennement et avant l'ouverture du marché, le fonds vérifie que les contributions ont effectivement été versées et communique les informations nécessaires à la Bourse (ainsi qu'à chaque intermédiaire s'il les demande).

2.2.3 - Restitution des contributions

Le fonds peut être amené à restituer tout ou partie la provision constituée par un intermédiaire en Bourse. Deux événements peuvent être à l'origine d'une restitution de contribution :

- ┌ Un intermédiaire cesse son activité. Après s'être assurée que toutes ses obligations de règlement / livraison sont satisfaites, la Bourse informe le fonds de garantie que l'intermédiaire n'est plus en activité et qu'il convient de lui restituer ses fonds ;
- ┌ Le risque de marché d'un intermédiaire diminue. Le fonds de garantie procède à une restitution d'une partie de capitaux versés par l'intermédiaire afin d'ajuster son niveau de provision à son nouveau niveau de risque.

2.2.4 - Placement de la trésorerie

La trésorerie du fonds de garantie, constituée des contributions versées par les intermédiaires en Bourse, peut être placée dans des instruments financiers. Une fois les frais couverts, ***les gains résiduels tirés du placement de la trésorerie viennent ajuster, chaque semestre, l'apport initial de chaque membre du fonds.***

Les instruments de placement choisis par le fonds doivent être extrêmement liquides et non risqués. Le fonds doit pouvoir mettre à la disposition de son administration technique, dans les plus brefs délais, les capitaux nécessaires à une intervention. Le fonds peut, par exemple, placer sa trésorerie sur un compte courant rémunéré.

2.2.5 - Couverture des frais de gestion

Les frais de gestion du Fonds de Garantie de Marché sont financés par le prélèvement d'une quote-part des gains tirés du placement de la trésorerie du fonds. Les frais de gestion correspondent aux coûts engendrés par l'administration technique et patrimoniale du fonds.

Afin de couvrir ces frais de gestion, un prélèvement est opéré, au premier jour de chaque trimestre civil, sur la base de 10% des produits du placement de la trésorerie du fonds sur le trimestre civil écoulé. Cette base de calcul :

- Est révisable au début de chaque année ;
- Peut être diminuée ou augmentée sur le deuxième semestre de chaque année en vue d'ajuster la couverture annuelle des frais de gestion aux frais de gestion effectivement supportés.

2.3 - ADMINISTRATION TECHNIQUE DU FONDS DE GARANTIE

2.3.1 - Détermination des positions nettes

A l'issue de chaque séance de Bourse, la Bourse détermine les mouvements qui seront transmis à la TUNISIE CLEARING pour règlement contre paiement. Ces mouvements sont compensés par la Bourse par dates de dénouement par conséquent, les Positions Nettes Titres (PNT) et les Positions Nettes Espèces (PNE) sont déterminées par valeurs et par date de dénouement pour chaque intermédiaire en fonction des négociations effectuées le jour même.

] La Position Nette Titres (PNT) est calculée selon les règles de gestion suivantes :

- Le cumul des mouvements de titres est la valeur absolue de la différence entre les nombres de titres achetés et vendus par l'intermédiaire.
- Si la différence (achat - vente) est positive, il s'agit d'un solde titres créditeur (PNT acheteuse (créditrice) et de sens positif " + ")
- Si la différence (achat - vente) est négative, il s'agit d'un solde titres débiteur (PNT vendeuse (débitrice) et de sens négatif " - ")

] De même, la Position Nette Espèces (PNE) est calculée selon les règles de gestion suivantes :

- Le cumul des mouvements d'espèces est la valeur absolue de la différence entre les montants d'espèces versées et reçues par l'intermédiaire.
- Si la différence (espèces versées - espèces reçues) est positive, il s'agit d'un solde espèces débiteur (PNE débitrice et de sens négatif " - ")
- Si la différence (espèces versées - espèces reçues) est négative, il s'agit d'un solde espèces créditeur (PNE créditrice et de sens positif " + ")

2.3.2 - Détermination du risque de marché

L'administration technique du fonds de garantie (la Bourse) détermine quotidiennement le risque de marché de chaque intermédiaire en fonction des négociations effectuées le jour même.

2.3.2.1 - Calcul du risque de marché sur chaque valeur (RV) négociée par L'intermédiaire

Pour chaque valeur, l'administration technique du fonds détermine, le risque de marché en fonctions :

- De la période (P) séparant la date de négociation et la date de dénouement (P étant le délai normalisé prévu par la décision de Bourse relative au délai de règlement/livraison, actuellement ce délai est fixé à 3 jours de bourse).
- Des positions nettes titres (PNT) et espèces (PNE) déjà évoquées.
- De la variation maximale (D) du cours d'une valeur, autorisée par séance

Quatre cas peuvent se présenter :

Premier cas : (PNE >0 et PNT >0)

Sur une valeur, la position nette titres (PNT) et la position nette espèces (PNE) de l'intermédiaire sont toutes les deux positives.

Le jour de règlement/livraison, il doit donc prendre livraison de titres et recevoir un règlement espèces.

Son risque de marché sur la valeur (RV) est donc nul.

RV = 0

Deuxième cas : (PNT > 0 et PNE < 0)

Sur une autre valeur, sa position nette titres (PNT) est positive (il doit recevoir livraison de titres ; PNT > 0) et sa position nette espèces (PNE) négative (il doit régler des espèces ; PNE < 0).

Le risque est alors, dans **l'hypothèse** où l'intermédiaire se retrouve en état de cessation de paiement, que l'administration technique du fonds ait à se substituer à lui le jour de règlement / livraison en TUNISIE CLEARING afin de régler les espèces à ses contreparties et, ayant pris livraison des titres, ait à les revendre à un cours inférieur.

Le risque de marché sur la valeur est déterminé de la manière suivante :

Le jour de dénouement, l'administration technique du fonds se substitue à l'intermédiaire et règle ses contreparties du montant de la position nette espèces. Le montant du règlement correspond à une charge pour la Bourse :

$$PNE = \text{Charge} < 0$$

Le jour de règlement/livraison, l'administration technique du fonds prend livraison des titres et les vend sur le marché central. Le prix minimum auquel la Bourse peut vendre ces titres correspond au cours de la valeur après P jours consécutifs de baisse. Si le cours de clôture en J était C, à l'issue de P jours de Bourse, le produit minimum de la vente ne peut être inférieur à :

$$PNT * C * (1-D)^P = \text{Produit} > 0$$

Le risque de marché sur la valeur (RV) est alors la différence entre la charge correspondant au règlement des contreparties de l'intermédiaire défaillant et le produit de la vente des titres reçus en livraison :

$$RV = | \text{Charge} + \text{Produit} |$$

Puisque P est actuellement fixé à 2, ce risque sera estimé pendant les trois jours en attente de denouement comme suit :

- j : jour de négociation :

$$RV = | PNE + PNT * CC_j * (1-D)^P |$$

- J+1 ce risque sera ré-estimé en actualisant le cours de clôture et le nombre de jours restant à courir pour le dénouement :

$$RV = | PNE + PNT * CC_{j+1} * (1-D)^{P-1} |$$

Troisième cas : (PNT < 0 et PNE > 0)

Sur une valeur, sa position nette titres est négative (il doit livrer des titres ; PNT < 0) et sa position nette espèces positive (il doit recevoir un règlement espèces ; PNE > 0).

Le risque est alors, dans **l'hypothèse** où l'intermédiaire se trouve être en état de **cessation de paiement**, que l'administration technique du fonds ait à acquérir les titres sur le marché afin de livrer la (les) contrepartie(s) du défaillant contre règlement espèces (cas d'une provision titres insuffisante). Le risque de marché sur la valeur est déterminé de la manière suivante :

Le jour de règlement/livraison, l'administration technique du fonds, informée du défaut titres par la Tunisie Clearing, achète le nombre de titres correspondant à la position nette titres de l'intermédiaire défaillant. Cet achat correspond à une charge pour le fonds. Le prix maximum auquel l'administration du fonds peut acheter ces titres correspond au cours de la valeur après P journées consécutives de hausse :

$$PNT * C * (1+D)^P = \text{Charge} < 0$$

En J+ 2P, l'administration technique du fonds reçoit les titres acquis en J+P et les livre aux contreparties de l'intermédiaire défaillant contre règlement de la position nette espèces (PNE). Le montant du règlement correspond à un produit :

$$PNE = \text{Produit} > 0$$

Le risque de marché sur la valeur (RV) est bien la différence entre la charge correspondant à l'acquisition des titres à un cours supérieur et le produit correspondant au règlement espèces :

Puisque P est actuellement fixé à 2, ce risque sera estimé pendant les trois jours en attente de denouement comme suit :

- j : jour de négociation :

$$RV = | PNE + PNT * CC_j * (1+D)^P |$$

- J+1 ce risque sera ré-estimé en actualisant le cours de clôture et le nombre de jours restant à courir pour le dénouement

$$RV = | PNE + PNT * CC_{j+1} * (1+D)^{P-1} |$$

Quatrième cas : (PNT < 0 et PNE < 0)

Sur une valeur sa position nette titres est négative (il doit livrer des titres ; PNT < 0) et sa position nette espèces l'est également (il doit régler des espèces ; PNE < 0).

Le risque est alors, dans **l'hypothèse où l'intermédiaire se trouve être en état de cessation de paiement avant le jour de règlement / livraison en TUNISIE CLEARING, que l'administration technique du fonds ait à se substituer à lui afin d'acquérir les titres sur le marché et ait à effectuer le règlement lié à la position nette espèces**. Le risque de marché sur la valeur est déterminé de la manière suivante :

Le jour de règlement/livraison, l'administration technique du fonds achète le nombre de titres correspondant à la position nette titres (PNT <0) de l'intermédiaire défaillant. Le montant maximum de la charge correspondant à l'acquisition des titres ne peut être supérieur à :

$$PNT * C * (1+D)^P = \text{Charge} < 0$$

Le jour de règlement/livraison, l'administration technique du fonds doit également réaliser le règlement espèces de l'intermédiaire défaillant correspondant à sa position nette espèces (PNE <0). Le montant du règlement correspond à une nouvelle charge :

$$PNE = \text{Charge} < 0$$

Le risque de marché sur la valeur (RV) est alors la somme des charges correspondant à l'acquisition des titres d'une part et au règlement espèces des contreparties de l'intermédiaire défaillant d'autre part :

Puisque P est actuellement fixé à 2, ce risque sera estimé pendant les trois jours en attente de dénouement comme suit :

- j : jour de négociation :

$$RV = | PNE + PNT * CC_j * (1+D)^P |$$

- J+1 ce risque sera ré-estimé en actualisant le cours de clôture et le nombre de jours restant à courir pour le dénouement

$$RV = | PNE + PNT * CC_{j+1} * (1+D)^{P-1} |$$

2.3.2.2 - Détermination du risque de marché de chaque intermédiaire

A tout moment un intermédiaire peut se retrouver en situation de cessation de paiement. Le fonds devra alors assurer la bonne fin des opérations qui restent à dénouer. Le risque peut être décomposé de la manière suivante :

- └ L'intermédiaire qui négocie le jour J ne sera peut-être pas en mesure d'honorer un seul de ses engagements le jour de règlement/livraison. Il s'agit bien de couvrir un risque de variation défavorable des cours pendant la durée qui sépare le jour de négociation et le jour de dénouement, sur les n valeurs négociées. D'autre part, un intermédiaire qui, sur une valeur i, a une position à l'achat ou à la vente représentant un nombre de jours de négociation important, fait courir un risque supplémentaire à la place. En cas de défaillance, l'administration technique du fonds sera sans doute obligée de réaliser des opérations d'achat ou de vente de blocs à des conditions de prix très défavorables. **De telles positions sont à l'origine d'un risque supplémentaire, le risque valeur (Rval), qui fait l'objet d'une évaluation par l'administration technique du fonds.** Le risque de marché Rm_j associé à une journée de négociation J est donc :

$$Rm_j = \sum_{i=1}^n RV_i + \sum_{i=1}^n Rval_i$$

- └ Le risque est calculé sur les P dernières journées de négociation. L'intermédiaire qui est défaillant en J sera peut-être défaillant sur l'ensemble des transactions qui

restent à dénouer (celles réalisées entre J-p et J-1) ; le risque de marché RM comprend donc le risque de chaque journée de négociation encore couverte par le fonds de garantie, c'est à dire les journées J- p.... J-1 (p étant le délai de règlement/livraison).

$$RM = \sum_{j=J-P}^{J-1} Rm_j$$

] Des suspens, issus des journées de négociation antérieures à J-p, n'ont toujours pas été résolus ; le risque est bien que l'intermédiaire ne soit pas en mesure de les résoudre et que l'administration technique du fonds ait à intervenir. Le risque Rs associé à chaque suspens est alors :

↳ D'avoir à acheter les titres au cours du marché pour un suspens titres. Il s'agit d'une charge estimée égale au suspens valorisé (SV ; SV<0) au dernier cours connu. Les titres doivent ensuite être livrés à la (les) contrepartie(s) de l'intermédiaire contre règlement espèces (RE). Ce règlement constitue alors un produit pour le fonds de garantie (RE>0). Le risque est alors, dans **l'hypothèse où le dernier cours connu est supérieur au cours de la négociation d'origine** :

$$Rs = | \text{Charge} + \text{Produit} | = | SV + RE |$$

↳ D'avoir à régler la (les) contrepartie(s) de l'intermédiaire pour les suspens espèces à l'origine de l'intervention du fonds. Il s'agit d'une charge pour le fonds de garantie correspondant au montant du règlement espèces (RE, RE<0). Les titres reçus en livraison peuvent alors être vendus sur le marché. Il s'agit d'un produit pour le fonds dont le montant est estimé égal au suspens valorisé (SV ; SV>0) au dernier cours connu. Le risque est alors, dans l'hypothèse où le dernier cours connu est inférieur au cours de la négociation d'origine :

$$Rs = | \text{Charge} + \text{Produit} | = | SV + RE |$$

Si l'on considère qu'au moment de la détermination du risque, n suspens ont été constatés, le risque RS sur l'ensemble des suspens est :

$$RS = \sum_{i=1}^n Rs_i$$

Le risque de marché R total déterminé quotidiennement par la Bourse est donc la somme des risques de marché des P dernières journées de négociation à laquelle il convient d'ajouter le risque associé à chaque suspens effectivement constaté.

$$R = RM + RS = \sum_{j=J-P}^{J-1} Rm_j + \sum_{i=1}^n Rs_i$$

Ou encore

$$R = \sum_{j=J-P}^{J-1} \sum_{i=1}^n RV_{ij} + \sum_{j=J-P}^{J-1} \sum_{i=1}^n Rval_{ij} + \sum_{i=1}^n Rs_i$$

2.3.3 - Détermination des contributions versées au Fonds de Garantie de Marché

L'administration technique du fonds détermine le montant de la provision totale que chaque intermédiaire doit constituer. Elle a trois composantes :

- ↳ Une provision régulière, dont le montant fluctue en fonction des contributions régulières versées par chaque intermédiaire et des restitutions de capitaux opérés par le fonds. Cette provision permet de couvrir le risque de marché R tel que calculé précédemment.
- ↳ Un apport initial qui doit permettre de couvrir un éventuel défaut de contribution régulière de l'intermédiaire (notion de "matelas de sécurité").
- ↳ L'administration technique du fonds peut être amenée à appeler une contribution exceptionnelle auprès de l'ensemble des intermédiaires en Bourse.

2.3.3.1 - L'apport initial

Constitué sous la forme d'une contribution initiale versée dès l'adhésion d'un membre au fonds de garantie, il doit couvrir en partie l'activité quotidienne moyenne de l'intermédiaire en Bourse. Chaque intermédiaire doit régler au fonds de garantie sa contribution initiale telle que déterminée par l'administration technique du fonds avant de pouvoir négocier. On distingue deux cas :

] **Premier cas : Cas des membres fondateurs**

$$\text{Contribution initiale} = \text{Moyquot} \times (1+D)^P - \text{Moyquot}$$

Où

- Moyquot : moyenne quotidienne des engagements de l'intermédiaire vis-à-vis du marché, c'est-à-dire somme de ses positions nettes acheteuses et vendeuses. Cette variable est calculée sur la base des 6 mois précédent ;
 - **D** : variation maximale autorisée par séance
 - **P** : délai de règlement/livraison.

┌ **Deuxième cas** : Cas des intermédiaires qui rejoignent le fonds de garantie

L'apport initial est égal à la moyenne des contributions initiales versées par les intermédiaires en exercice.

Le montant de la contribution initiale d'un intermédiaire **est révisé semestriellement**. Le cas échéant, l'intermédiaire dont l'activité s'est développée procède à un versement complémentaire afin d'augmenter son apport initial. Inversement, si son activité s'est réduite au cours des six derniers mois, le fonds de garantie lui restitue une partie de sa contribution initiale.

2.3.3.2 - La provision régulière

A l'issue de chaque journée de Bourse, l'administration technique du fonds détermine le risque de marché R de chaque intermédiaire. Le principe est alors simple. La provision régulière d'un intermédiaire doit permettre de couvrir son risque de marché. Si le risque s'accroît, la provision régulière doit augmenter. L'intermédiaire doit donc verser une contribution régulière au fonds de garantie. Si, en revanche, son risque diminue, le fonds lui restitue une partie de ses contributions. Cependant, et afin d'éviter des transferts de fonds quotidiens, les appels ou les restitutions de contributions ne sont effectués que dans les cas suivants :

- ┌ Dans le cas où le risque de marché ainsi calculé dépasse de 10% le montant de sa provision régulière, l'administration technique du fonds détermine le montant de la contribution régulière que l'intermédiaire doit régler au plus tard avant le début de la séance de Bourse suivante
- ┌ Dans le cas où le montant de la provision régulière d'un intermédiaire dépasse au moins de 25 000 dinars son risque de marché, l'administration technique du fonds procède, dans les 2 jours, à une restitution exceptionnelle de contribution de façon à ajuster la provision régulière de cet intermédiaire à son nouveau risque de marché.
- ┌ Outre les contributions régulières appelées (si nécessaire), l'administration technique du fonds procède, tous les mois, à un appel (à une restitution) de contribution lorsque le risque de marché d'un intermédiaire, calculé à la fin du mois, est supérieur (inférieur) au montant de la provision régulière. Ces appels ou restitutions de fonds n'ont lieu qu'une seule fois par mois afin de minimiser les virements espèces et donc les coûts.

2.3.3.3 - La contribution exceptionnelle

Des appels de marge exceptionnels peuvent être nécessaires dans les cas suivants :

-] Lorsqu'un intermédiaire est considéré comme très risqué (fort taux de suspens). Dans ce cas, seul l'intermédiaire risqué est concerné ; le montant appelé est déterminé par l'administration technique du fonds.
-] Lorsqu'un intermédiaire est défaillant et que le montant de sa provision dans le fonds ne permet pas de couvrir la totalité de ses engagements. Le montant de la contribution exceptionnelle, déterminé par l'administration technique du fonds, est appelé auprès de chaque intermédiaire en exercice¹.

2.3.4 - Contrôle des contributions

A l'issue de chaque séance de Bourse, et après avoir calculé le risque de marché d'un intermédiaire, l'administration technique du Fonds de Garantie de Marché détermine le montant de la contribution de chaque intermédiaire. Cette information est communiquée à la Bourse ainsi qu'à chaque intermédiaire.

L'administration technique du fonds doit s'assurer, avant l'ouverture du marché le lendemain matin, que chaque intermédiaire a effectivement versé sa contribution. Si tel n'est pas le cas, la Bourse ferme l'accès de l'intermédiaire au système de négociation ("suspension"). Le contrôle est effectué sur la base du relevé détaillé communiqué par le fonds de garantie 30 minutes avant l'ouverture du système électronique de négociation.

2.3.5 - Intervention du fonds de garantie

La Bourse peut être amenée à interdire l'accès au système de négociation à un intermédiaire ("suspension") et à se substituer à lui pour assurer, le cas échéant, ses obligations de règlement / livraison. Deux événements sont à l'origine d'une telle intervention

1 Un suspens espèce demeure après épuisement de la procédure de résolution des défauts espèces gérée par la Bourse ; l'intermédiaire est déclaré en situation de cessation de paiement ; l'administration technique du fonds de garantie intervient alors afin de résoudre le suspens en question ainsi que tout autre suspens qui serait constaté par la TUNISIE CLEARING les jours suivants.

2 - La contribution au fonds de garantie n'a pas été versée. Deux cas peuvent alors se présenter :

- Aucun suspens n'est constaté et l'ensemble des opérations de l'intermédiaire est effectivement dénoué. La Bourse peut réouvrir l'accès de l'intermédiaire au système de négociation ("suspension" levée). **Le fonds prélève une pénalité.**

¹ Il conviendra de définir si les intermédiaires deviennent créanciers du fonds de garantie, lui-même créancier de l'intermédiaire défaillant pour la somme déboursée (différence entre le montant total de l'intervention du fonds et la provision de l'intermédiaire) ou si chaque intermédiaire est directement créancier vis à vis de l'intermédiaire défaillant.

- Un ou plusieurs suspens sont constatés. L'administration technique du fonds intervient afin de résoudre ce (ces) suspens.

2.3.6 - Financement des interventions du fonds de garantie

Lorsqu'elle se substitue à un intermédiaire défaillant, l'administration technique du fonds effectue le règlement espèces et / ou procède à l'achat de titres sur le marché. Les provisions constituées par les intermédiaires permettent, en principe, de faire face à ces charges.

Une fois un suspens espèces réglé, l'administration technique du fonds prend livraison des titres et peut les vendre sur le marché. Inversement, après la livraison des titres acquis sur le marché pour résoudre un suspens titres, l'administration technique du fonds reçoit le règlement espèces. Ces produits viennent reconstituer les provisions utilisées. La différence entre les charges et les produits est prélevée, par ordre de priorité :

- Sur la provision régulière de l'intermédiaire défaillant ;
- Sur l'apport initial de l'intermédiaire défaillant ;
- Sur les provisions régulières de tous les intermédiaires en exercice ;
- Sur les apports initiaux de tous les intermédiaires en exercice ;
- Sur l'appel de contribution exceptionnelle collecté auprès de chaque intermédiaire pour combler la différence* .

* L'accès de l'intermédiaire au système de négociation est fermé tant que son apport initial d'une part, et sa provision régulière déterminée en fonction de son risque de marché d'autre part, ne sont pas reconstitués.

REMARQUES :

1. En principe, le montant de la contribution régulière augmentée de l'apport initial doivent suffire, dans les conditions normales de marché, à couvrir l'ensemble des opérations d'un intermédiaire. Tout dépassement ne peut être réalisé qu'à la suite d'événements exceptionnels :
 - Au cours d'une journée de Bourse, un intermédiaire a pris des positions très importantes à l'achat ou à la vente et n'a pas pu réaliser sa contribution régulière le lendemain matin ;
 - Le montant de son apport initial ne permet pas de couvrir intégralement ce défaut de contribution régulière, étant donné le caractère exceptionnel de l'activité de l'intermédiaire la veille.
 - L'intermédiaire est en défaut sur la quasi-totalité des opérations qui restent à dénouer de telle sorte que la totalité de sa provision ne suffit pas à couvrir les opérations du fonds de garantie.
2. L'intervention du fonds sur le marché se fera dans le cadre d'une liquidation des positions d'un membre défaillant. Il convient d'ajouter que les conditions de marché peuvent parfois revêtir un caractère exceptionnel. Le risque de liquidation peut être valorisé :
 - En cas suspens titres, l'administration technique du fonds risque de ne pas trouver les titres, faute de marché sur la valeur. L'application de la procédure de résolution des défauts titres par la Bourse permettra une indemnisation espèces (pour les titres de capital, prix de la négociation majorée de 60% et pour les titres de créance, prix de la négociation majorée de 13%) au lieu d'une livraison en titres et l'application de la clause résolutoire pour le défaut espèce. La perte enregistrée par le fonds s'élève alors à 60% (13% pour les titres de créance) du montant de la négociation d'origine.
 - En cas de suspens espèces, l'administration technique du fonds risque de ne pas pouvoir vendre les titres, faute de marché sur la valeur. La perte enregistrée par le fonds de garantie est alors égale au montant de la position espèces de l'intermédiaire défaillant.
3. Comme les montants en jeu sont considérables, il n'y a pas d'autres moyens que de couvrir à 100% le seul risque de marché dès le jour de la transaction, et de prévoir, le cas échéant, un mécanisme d'appel de contributions exceptionnelles auprès de l'ensemble de la profession.
4. Dans le but d'améliorer le fonctionnement du fonds de garantie de marché, la Bourse en tant qu'administrateur du fonds, propose une nouvelle procédure cible pour le fonctionnement du fonds, permettant la sécurité du marché sans pénaliser la trésorerie des intermédiaires en bourse (élimination du risque de perte des chèques ainsi que la perte du temps engendrée notamment au niveau de la technique du virement bancaire (7 jours à partir de la date de virement)). A cet effet l'administration du fonds propose d'opter pour le dénouement des mouvements d'appel et de restitution, à une compensation au niveau de la Banque Centrale de Tunisie.