

Sommaire

Introduction

Marcel RONCIN,
Président de l'AFTI

1

Dernières évolutions réglementaires en matière de gestion du passif et conséquences pratiques

Michel Karlin,
Conseiller technique auprès
du secrétaire général adjoint,
Autorité des Marchés Financiers

2

Questions/Réponses suite à l'intervention

8

Plate-forme de routage d'ordres Euroclear France : présentation et focus sur le référentiel distributeur

Laetitia Colombani,
Product manager ESES, Euroclear
Morgane Seveno
Responsable de mission
pour la Filère Fonds,
Société Générale Securities Services

9

Travaux AFG/AFTI/Euroclear France sur le marquage des ordres et prochaines étapes

Didier Deléage,
Directeur Général Adjoint, HSBC Global
Asset Management (France)
Président du groupe marquage
des ordres AFG/AFTI/Euroclear France
Catherine Langer,
Chargée de mission auprès du
département organisation et qualité,
CACEIS Bank (France)

14

Table ronde : enjeux de la distribution cross-border des fonds

Karima Lachgar,
Délégué Général, AFTI
Marie-Laure Faller,
Directeur Général, Axeltis
Philippe Barrau,
Senior Financial Institutions
Relationship Manager,
AXA Investment Managers
Sébastien Séailles,
Directeur Product Management ESES,
Euroclear France
Pierre Monteillard,
Associé, Ailancy
Florence Dwyer,
Global Market Relations Manager,
BNP Paribas Securities Services

18

Distribution des Fonds : quelles avancées ?

En partenariat avec



FÉDÉRATION
BANCAIRE
FRANÇAISE



euroclear

Éditorial

En mars dernier, l'impact sur le post-marché de l'entrée en vigueur de la Directive AIFM (prévus au 1^{er} juillet 2013) avait été présenté.

Depuis, l'AMF a publié, le 26 juillet, le rapport du Comité de Place présidé par Monique Cohen et Jean-Luc Enguéhard sur la transposition de cette directive et sur le développement de la gestion innovante en France.

L'AFTI a été très active au sein de ce Comité, prenant acte de la volonté commune de placer les déposataires français sur un pied d'égalité dans la compétition européenne. La plupart de nos recommandations ont d'ailleurs été reprises dans le rapport final (plusieurs de ces recommandations concernent le déposataire).

L'étape suivante s'organise autour de la préparation à l'échéance du 1^{er} juillet 2013. Pour cela un groupe de travail transversal, animé par Karima Lachgar, coordonnera les travaux des groupes métiers de l'AFTI, en continuité avec le rapport du Comité de Place et dans le cadre du texte de transposition.

L'objectif de cet amphi est :

- D'une part, d'informer sur les dernières évolutions réglementaires survenues dans le domaine de la tenue du passif,
- D'autre part, de faire le point sur la plate-forme de routage d'ordres Euroclear et sur le marquage des ordres.

L'industrie française de la gestion, prise au sens large, c'est-à-dire englobant le métier titres, représente un ensemble puissant et constitue l'un des atouts de la France dans la compétition européenne et internationale.

Ainsi, trois déposataires et teneurs de comptes conservateurs français figurent parmi les 10 premiers établissements mondiaux sur la partie Post-marché.

Pour autant, disposer d'un service après-vente de qualité s'avère nécessaire. Conscientes de cet enjeu, l'AFTI et l'AFG ont confié en 2004 à

EUROGROUP la rédaction d'un rapport sur les moyens de favoriser la distribution et la circulation des OPCVM en France et en Europe. Cette étude a abouti à la formulation de vingt préconisations et a démontré que lorsque le levier n'est pas juridique ou réglementaire, il s'agit nécessairement d'automatisation, de sécurisation, ou de réduction des coûts. Deux chantiers ont alors été ouverts :

- La plate-forme de routage Euroclear France, qui atteint aujourd'hui plus de 75 % des volumes,
- Le marquage des ordres, répondant à un ensemble de besoins garants de la qualité du circuit de distribution des ordres :
 - Connaissance des porteurs par les sociétés de gestion,
 - Possibilité pour le centralisateur d'appliquer correctement les dérogations (droit d'entrée, de sortie),
 - Offre de services de sous-traitance pour le suivi de la distribution.

L'industrialisation des process peut sembler lente, et les effectifs des back-offices assurant le traitement et le contrôle des opérations sont encore importants. Néanmoins, plusieurs paramètres sont à prendre compte :

- La complexité de la filière,
- L'organisation diversifiée des back-offices des adhérents,
- L'obligation de progresser par consensus,
- La nécessité de rester en ligne avec une réglementation qui évolue,
- Un mode de travail favorisant la concertation, avec Euroclear, l'AFG, et d'autres partenaires. ■

Marcel Roncin,
Président de l'AFTI

Dernières évolutions réglementaires en matière de gestion du passif et conséquences pratiques

Michel Karlin,

Conseiller technique auprès du secrétaire général adjoint, Autorité des Marchés Financiers

Je vais m'inscrire directement dans le prolongement de ce qu'a dit Marcel Roncin, notamment sur le temps réglementaire, le temps qu'il faut en pratique pour parvenir à faire évoluer un texte.

Marcel Roncin a cité le rapport de Pierre Monteillard datant de 2004. J'ai aussi consulté les dates. Nous avons reçu à l'AMF en juin 2005 un courrier de l'AFTI et de l'AFG nous demandant de revoir les dispositions relatives à la gestion du passif. J'ai noté qu'en décembre 2005, nous avons organisé une réunion à l'AMF avec les représentants de l'AFG et de l'AFTI pour adopter un plan de travail. Nous étions alors dans le chantier de révision de l'instruction COB de novembre 1993 sur le dépositaire, laquelle comportait plusieurs pages sur le dépositaire, le contrôle dépositaire et puis quelques lignes sur la gestion du passif.

À l'époque, le souci de l'AMF avait été de terminer prioritairement la révision de la partie dépositaire, ce qui se réalisa en 2007. À partir de 2007, le chantier sur la tenue du passif a pris le relais. Ce chantier n'est pas tout à fait terminé, et il a déjà pris plusieurs années. Ce que j'ai appelé le temps réglementaire est ainsi extrêmement long, ce qui conduit parfois à la limite du découragement !

Cela dit, ce chantier est l'illustration de l'importance du travail de Place effectué : y participent les associations professionnelles représentant la gestion et les teneurs de compte-conservateurs, le dépositaire central et l'AMF. Les discussions sont nombreuses, bien évidemment tout le monde n'est pas spontanément d'accord ! Il est vrai qu'il manque un partenaire absent de ces discussions techniques : les représentants des investisseurs. L'AMF par ses interventions pallie d'une certaine manière et dans une certaine mesure leur absence en remplissant sa fonction de protection des investisseurs. Mais l'Autorité n'a pas vocation à défendre des intérêts catégoriels.

N'oublions pas les problématiques de place. Nous avons à l'AMF une préoccupation forte de promotion de la Place de Paris dans la commercialisation transfrontière des OPCVM.

Je vous propose d'effectuer une introduction réglementaire aux travaux de cette matinée. Viendront ensuite les dimensions pratiques concernant notamment le marquage, la plateforme de routage et les référentiels. Je me fonderai sur les textes, dont je vous indiquerai selon les cas le contenu ou simplement les références. Je ne retiendrai évidemment que les principaux points.

À l'origine, c'est vraiment la refonte de l'instruction COB de novembre 1993 qui a été en jeu. Cette instruction comportait peu de lignes sur la gestion du passif, mais elles expliquaient bien ce qu'elle est fondamentalement. Le texte était le suivant :

La gestion du passif de l'OPCVM implique que les prestations suivantes soient remplies :

1. des prestations relatives aux souscriptions/rachats des titres de l'OPCVM :

- La centralisation et le traitement des ordres de souscription et de rachat (réception des ordres, communication au service comptable de l'OPCVM du nombre de titres souscrits et rachetés...),
- L'initiation des règlements correspondants et l'enregistrement sur le compte espèces de l'OPCVM.

2. des prestations de teneur de compte émetteur :

- Tenue du compte émetteur en SICOVAM (mise à jour du compte "émissions", règlement des droits et commissions à la SICOVAM...) pour les OPCVM admis aux opérations de cet organisme ; le cas échéant, tenue du compte des porteurs de titres nominatifs de l'OPCVM,

- Création et annulation des parts ou actions, et livraison, le cas échéant, aux différents intermédiaires teneurs de comptes,
- Vérification du nombre de titres en circulation,
- Règlement du dividende des actions ou des parts de l'OPCVM.

Ces fonctions peuvent être exercées pour tout ou partie par le dépositaire.

Dans le cas où les fonctions de gestion du passif ne sont pas exercées par le dépositaire, celui-ci doit recevoir les informations nécessaires lui permettant de s'assurer que ces fonctions sont correctement exercées.

Il est bien précisé dans ce texte que la gestion du passif implique que les prestations suivantes soient remplies :

- Les prestations relatives aux souscriptions et aux rachats. Ces prestations ne sont pas détaillées, mais sont tout de même mentionnées la centralisation, le traitement des ordres, l'initiation des règlements,
- Les prestations de tenue de compte-émission.

Le dernier alinéa est relativement allusif. Il est clair que l'instruction est centrée sur le dépositaire. L'instruction ne précise pas qui exerce les fonctions de centralisateur, qui exerce les fonctions de teneur de compte émetteur, à qui ces fonctions peuvent être déléguées, et s'il est même possible de les déléguer. Tous ces points ont fait l'objet de nombreuses discussions à l'AMF.

Dernières évolutions réglementaires en matière de gestion du passif et conséquences pratiques (suite)

Avant d'aborder le règlement général de l'AMF je veux citer un article du Code monétaire et financier qui concerne la **centralisation**.

Pourquoi cet article ? Puisque je suis dans une introduction, il n'est pas inintéressant de répondre à cette question. Nous voulions au cours de nos travaux définir qui pouvait assumer la responsabilité de centralisateur. Je vais y revenir dans un moment. Le souci de l'AMF était que la centralisation implique des risques notamment opérationnels. Dès lors, considérer que c'est le fonds (ou la société de gestion qui le représente) qui est responsable de la centralisation posait problème parce que les fonds propres des sociétés de gestion ne sont pas nécessairement à la hauteur des risques ainsi courus. La proposition de l'AMF était, dans ces conditions, de considérer que la responsabilité de la centralisation pourrait être opportunément confiée à d'autres agents. Si une société de gestion venait à déléguer ces tâches de centralisation, ce qui est assez naturel dès lors que ces tâches ne font pas partie du cœur de métier d'une société de gestion, elle pourrait non seulement déléguer une fonction, mais aussi la responsabilité, notamment au dépositaire ou à tout le moins à un prestataire de services d'investissement. Mais il ne revient pas au règlement général de l'AMF de prendre des dispositions en la matière. Décider à qui une tâche de centralisation peut être confiée revient au code monétaire et financier.

Cela a conduit, à la suite de l'ordonnance du 1^{er} août 2011, à l'article suivant :

Article L. 214-13
Ordonnance n° 2011-915
du 1^{er} août 2011

Dans les conditions définies par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, la responsabilité à l'égard des tiers de la centralisation des ordres de souscription et de rachat des parts ou actions d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières est confiée par l'organisme de placement collectif en valeurs mobilières ou, le cas échéant, la société de gestion de portefeuille qui le représente soit audit organisme, soit au dépositaire, soit à une société de gestion de portefeuille, soit à un prestataire de services d'investissement agréé pour fournir l'un des services mentionnés à l'article L. 321-1.

L'entité à qui est confiée cette responsabilité dispose de moyens adaptés et suffisants.

Un ordre de souscription ou de rachat transmis à l'entité responsable de la centralisation des ordres est irrévocable, à la date et dans les conditions définies par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

Cet article dispose que la responsabilité du centralisateur est assumée par le fonds ou la société de gestion qui le représente, mais que cette responsabilité peut être confiée par le fonds à un agent autre que la société de gestion. Le Trésor et l'AMF ont insisté pour que cet agent soit à tout le moins un prestataire de services d'investissement. L'industrie de la gestion a sans doute regretté que des sociétés de gestion, de petite taille essentiellement, ne puissent désigner d'autres agents.

Le texte prend soin de préciser que l'entité à qui est confiée cette responsabilité dispose des moyens adaptés et suffisants. L'article précise également qu'un ordre de souscription ou de rachat est irrévocable et cela répondait aux préoccupations unanimes de sécurisation du dispositif et au souhait de pouvoir mettre en cause la responsabilité de l'investisseur ou de son intermédiaire qui viendrait à retirer trop tardivement un ordre déjà transmis au centralisateur ou à ne pas honorer un tel ordre. L'article renvoie au règlement général de l'AMF de préciser ses conditions d'application.

Que contient donc le règlement général de l'AMF à ce propos ? Il reprend les éléments de base de l'instruction de 1993, notamment la distinction entre la centralisation des ordres et la tenue de comptes émission. Ensuite, il liste les tâches essentielles de la centralisation. Commençons donc par les articles 411-64 et 411-65 :

Article 411-64

La tenue du passif comprend les tâches :

- 1. De centralisation des ordres de souscription et de rachat de parts ou actions d'OPCVM ;*
- 2. De tenue de compte émission d'OPCVM.*

Article 411-65

I. Les tâches essentielles de la centralisation des ordres de souscription et de rachat de parts ou actions d'OPCVM, en application des dispositions de l'article L. 214-13 du code monétaire et financier, sont les suivantes :

- 1. Assurer la réception centralisée des ordres de souscription et de rachat et procéder à l'enregistrement correspondant ;*
- 2. Contrôler le respect de la date et de l'heure limite de centralisation des ordres de souscription et de rachat mentionnés dans le prospectus ;*
- 3. Communiquer en montant et, le cas échéant, en nombre global de parts ou d'actions souscrites et rachetées le résultat de la réception centralisée des ordres à l'OPCVM ;*
- 4. Valoriser les ordres après avoir reçu de l'OPCVM l'information relative à la valeur liquidative de l'action ou de la part concernée. Afin de permettre au centralisateur de s'acquitter de ses tâches dans les meilleurs délais, l'OPCVM lui transmet l'information relative à la valeur liquidative de l'action ou de la part dès qu'elle est disponible ;*
- 5. Communiquer les informations nécessaires à la création et à l'annulation des parts ou actions au teneur de compte émetteur ;*
- 6. Communiquer les informations relatives au résultat du traitement des ordres à l'entité qui a transmis l'ordre au centralisateur et à l'OPCVM.*

II. L'enregistrement contient les informations suivantes :

(...)

Dernières évolutions réglementaires en matière de gestion du passif et conséquences pratiques (suite)

L'article 411-66 précise le concept de centralisateur.

Article 411-66

L'entité en charge de la centralisation des ordres est désignée comme « centralisateur » dans le prospectus de l'OPCVM. Est désignée, le cas échéant, dans le prospectus toute entité à laquelle est confié l'exercice des tâches de centralisation conformément aux dispositions de l'article 411-67.

Mon commentaire de ces articles n'a pas une grande valeur ajoutée. Les représentants des centralisateurs tenaient beaucoup à ce que – pour des raisons de sécurité juridique – leurs missions soient clairement listées et que toutes les parties concernées sachent exactement qui fait quoi et ce qui peut être reproché à un intermédiaire en cas de manquements. L'enregistrement contient les informations que vous pourrez retrouver en vous reportant à l'article 411-65 du règlement général, dans son intégralité. Le centralisateur est l'entité qui assume la responsabilité de la centralisation. Si cette entité délègue les tâches de centralisation à une autre entité (délégation de tâches et non de responsabilité), cette autre entité est désignée dans le prospectus. Il importe de bien distinguer ces deux dimensions fondamentalement différentes. L'article 411-67 ne porte que sur la deuxième dimension, la délégation de tâches.

Article 411-67

I. Le centralisateur peut confier l'exercice des tâches de centralisation à :

1. Une des personnes mentionnées à l'article L. 214-13 du code monétaire et financier ainsi qu'à un prestataire de services d'investissement situé dans un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen ;

2. Un intermédiaire habilité au sein de l'Espace économique européen pour exercer les tâches de centralisation au sens de l'article 411-65.

II. Une convention est établie entre le centralisateur et l'entité à laquelle est confié l'exercice des tâches de centralisation. Cette convention comprend au moins les clauses suivantes :

(...)

Le centralisateur demeure responsable de l'exercice des tâches de centralisation qu'il a confiées.

(...)

Le centralisateur, tel qu'il résulte de l'application de l'article L. 214-13 du code monétaire et financier peut déléguer l'exercice des tâches de centralisation à un prestataire de services d'investissement ou à un intermédiaire habilité à exercer ces tâches dans l'espace économique européen. Il établit une convention avec son délégataire dont les termes n'ont pas été reproduits ici. Il demeure le responsable de la centralisation.

Vient ensuite l'article 411-68.

Article 411-68

Un ordre de souscription ou de rachat de parts ou actions d'OPCVM qui a été transmis au centralisateur ou à toute entité à laquelle est confié l'exercice des tâches de centralisation est irrévocable à compter de la date et de l'heure limite de centralisation mentionnées dans le prospectus de l'OPCVM.

Un ordre irrévocable de souscription ou de rachat de parts ou actions d'OPCVM engage l'investisseur ainsi que l'entité ayant transmis cet ordre au centralisateur ou à toute entité à laquelle est confié l'exercice des tâches de centralisation à payer ou livrer ces parts ou actions.

Nous avons mis en avant un premier souci sur la nature de la personne qui assume la responsabilité de la centralisation ; une deuxième préoccupation, déjà esquissée ci-dessus, porte sur la sécurisation du dispositif de centralisation des ordres, comme nous l'avons aussi vu en mentionnant l'article L. 214-13 du code monétaire et financier. Sur ce dernier sujet, deux points liés sont en cause : l'irrévocabilité des ordres et l'engagement de l'investisseur ou du ou des intermédiaires qui véhiculent son ordre à régler ou livrer selon les cas.

L'article 411-68 applique aux ordres sur les OPCVM les mêmes règles que le règlement général de l'AMF applique, dans son livre V, aux ordres sur les titres financiers admis aux opérations d'un dépositaire central ou d'un système de règlement-livraison. Le principe général est que l'ordre une fois transmis devient irrévocable, sous certaines conditions techniques. L'irrévocabilité ne concerne pas seulement le donneur d'ordres initial, mais aussi le ou les intermédiaires qui dans la chaîne de transmission de l'ordre se situe(nt) entre l'investisseur final et le centralisateur.

Vient ensuite la préoccupation nouvelle relative à l'ordre direct, en tout cas elle était nouvelle par rapport à l'instruction de 1993. À l'époque le nombre de sociétés de gestion pratiquant des ordres directs se comptait sur les doigts d'une seule main. Aujourd'hui, je suis mal placé pour vous dire si les ordres directs se sont développés ou pas. J'ai participé à l'élaboration de cette réglementation, mais je ne sais pas quel a été l'impact. Les débats n'ont pas toujours été faciles, je me souviens de discussions au cours desquelles de nombreuses sociétés de gestion étaient réticentes et ne souhaitaient pas aborder cette problématique. Les choses ont évolué avec le temps. De même, il n'était pas évident pour l'AMF d'intégrer les ordres directs dans son règlement général, alors même que rien en pratique ni en droit n'empêchait d'en émettre. Les partisans de l'ordre direct développaient un point de vue opposé, espérant que la prise en compte par le règlement général de l'AMF des ordres directs mettrait clairement en valeur la parfaite conformité de ces ordres avec la réglementation.

Dernières évolutions réglementaires en matière de gestion du passif et conséquences pratiques (suite)

En définitive un accord s'est réalisé sur la rédaction suivante :

Article 411-69

Le terme : « ordre direct » désigne l'ordre de souscription ou de rachat de parts ou actions d'OPCVM qui est directement transmis au centralisateur et dont l'acceptation par celui-ci est subordonnée à la conclusion d'une convention entre le centralisateur et l'OPCVM ou, le cas échéant, la société de gestion qui le représente, fixant les conditions d'acceptation et de dénouement des ordres directs.

L'OPCVM ou la société de gestion qui le représente met en œuvre un dispositif adapté de gestion des risques liés à l'acceptation et au dénouement de ces ordres.

Cet article a pour objectif d'éviter le rejet par un centralisateur d'un ordre transmis par un établissement qu'il ne connaît pas, voire le rejet systématique d'un ordre transmis par un établissement non adhérent au dépositaire central. J'ai le souvenir d'une société de gestion nous expliquant qu'elle avait perdu un client allemand, passant ses ordres par une petite banque germanique, laquelle ne jouissait pas de la confiance du centralisateur. L'ordre direct est transmis sans intermédiaire au centralisateur.

Ainsi la société de gestion est-elle responsabilisée ; elle dit en substance au centralisateur : « cette banque qui va vous transmettre des ordres concernant tel ou tel OPCVM, je vous demande de les accepter, j'en prends la responsabilité ».

« L'OPCVM ou la société de gestion doit mettre en œuvre un dispositif adapté de gestion des risques », répondant ainsi à la préoccupation du régulateur. Le régulateur a en effet estimé que la société de gestion prenait avec les ordres directs des risques qui sont situés en dehors de son cœur de métier qui est la gestion d'actifs ». Dès lors, si la société de gestion signe une convention pour que le centralisateur accepte des ordres directs, encore faut-il qu'elle mette en œuvre un dispositif adapté de gestion des risques lié à la signature de ces conventions. J'ai eu le sentiment, quand la rédaction définitive de cet article a été achevée et acceptée que nous avions fait sur le plan réglementaire – je ne parle pas de l'aspect technique – un bond en avant appréciable.

Une autre question nous a aussi beaucoup occupés – et là je dois dire que ce sont plutôt les représentants de l'AMF, dont j'étais, qui étaient en conflit avec les sociétés de gestion ou les teneurs de compte-conservateurs. La problématique était la suivante : une société de gestion, à la suite de la réception d'un ordre par le centralisateur, investit ou désinvestit selon le sens de l'ordre, immédiatement. Telle est la pratique française. Cependant, malgré ce que nous avons vu à propos de l'irrévocabilité et de l'engagement des investisseurs et en se plaçant dans le cadre d'un scénario catastrophe, l'investisseur ne tient

pas son engagement. Par exemple un investisseur donne un ordre de souscription de parts ou d'actions émis par un fonds et dans les trois jours qui séparent le passage de l'ordre du règlement-livraison une forte chute des cours de bourse se produit. L'investisseur est défaillant et cependant la société de gestion a acheté pour le compte du fonds, en fonction de l'importance de l'ordre de souscription reçu, des titres dès la réception de l'ordre. En trois jours la valorisation de ces titres a fortement baissé. Le fonds constate cette baisse et une forte perte puisque la société, suite à la défaillance de l'investisseur, doit procéder à un désinvestissement, générant ce faisant cette perte. Qui doit la supporter ?

Dans un souci de protection de l'épargne, les représentants de l'AMF ont d'abord défendu l'idée que la perte ne pouvait pas être supportée par le fonds.

Il s'est avéré toutefois, d'une part qu'il n'y a pas nécessairement une perte, mais qu'il peut y avoir un gain ; d'autre part, que sur le plan juridique et comptable, c'est normalement le fonds qui est responsable : c'est lui qui reçoit les ordres, émet les parts et achète les titres, c'est assez naturellement lui qui doit supporter cette perte. Par ailleurs, qui sinon devrait supporter la perte ou le gain : la société de gestion ou le centralisateur ? Si oui, pourquoi ? Les centralisateurs et les sociétés de gestion faisaient valoir qu'une solution en leur défaveur serait contraire aux pratiques internationales et serait injustifiée et dangereuse, à même de rigidifier la commercialisation des fonds, phénomène opposé à l'objectif poursuivi. En outre, enfin, la pratique montrait que le débat était largement théorique et que les incidents significatifs en la matière étaient historiquement inexistantes.

Compte tenu de cet ensemble d'arguments, l'AMF a décidé d'adopter une position, partie intégrante de sa doctrine, expliquant que juridiquement, c'était effectivement le fonds qui, naturellement, était concerné par le gain ou la perte. Elle n'avait pas à l'inscrire dans son règlement général, puisque la logique juridique et comptable voulait que ce soit effectivement le fonds qui supporte la perte ou le gain dans une telle occurrence.

Dernières évolutions réglementaires en matière de gestion du passif et conséquences pratiques (suite)

La position de l'AMF est donc la suivante :

Position AMF n° 2011-10 relative à l'enregistrement au niveau de l'OPCVM de la perte ou du gain résultant du défaut de règlement après l'émission d'un ordre de souscription à des actions ou des parts d'un OPCVM

Texte de référence: article 411-68 du règlement général de l'AMF

Si une société de gestion agissant pour le compte d'un fonds est conduite à effectuer des investissements, à la suite de la réception par le centralisateur d'un ordre de souscription devenu irrévocable en application de l'article L. 214-13 du code monétaire et financier, puis à désinvestir parce que les fonds n'ont pas été reçus, le gain ou la perte résultant de ces deux opérations est enregistré au niveau de l'OPCVM, sans préjudice des recours que celui-ci est susceptible d'exercer à l'encontre du souscripteur défaillant et, le cas échéant, des intermédiaires concernés.

Les sujets liés à la centralisation des ordres ayant tous été exposés, nous passons à la tenue de compte émission.

Comme pour la centralisation, le souci des acteurs était de préciser dans le règlement général de l'AMF qui tient le compte émission, quelles sont les tâches du teneur de compte-émetteur.

L'article 411-70 décrit les tâches du teneur de compte-émetteur :

Article 411-70

Les tâches de la tenue de compte émission sont les suivantes :

- 1. Effectuer de façon justifiée et traçable les enregistrements du nombre de titres correspondant à la création ou à la radiation des parts ou des actions, consécutifs à la centralisation des ordres de souscription et de rachat, et déterminer en conséquence le nombre de titres composant le capital de l'OPCVM; le teneur de compte émetteur s'assure qu'un enregistrement correspondant, en comptabilité espèces, a bien été effectué à l'actif de l'OPCVM,*
- 2. Identifier les titulaires de parts ou d'actions revêtant la forme nominative et comptabiliser, pour chaque titulaire, le nombre de parts ou actions détenues. Quand l'OPCVM n'est pas admis aux opérations du dépositaire central, l'entité en charge de la tenue de compte émission enregistre également, le cas échéant, le nombre de parts ou d'actions détenues sous la forme au porteur auprès des teneurs de compte conservateurs directement identifiés dans le compte émission,*
- 3. Organiser le règlement et la livraison simultanés consécutifs à la création ou à la radiation de parts ou d'actions; le teneur de compte émetteur organise également la livraison et, le cas échéant, le règlement consécutifs à tout autre transfert de parts ou d'actions. Lorsqu'un système de règlement et de livraison de titres est utilisé, il s'assure de l'existence de procédures adaptées,*

4. S'assurer que le nombre total de parts ou d'actions émises, à une date donnée, correspond au nombre de parts ou actions en circulation à la même date, revêtant la forme nominative et, le cas échéant, au porteur,

5. Organiser le paiement des coupons et des dividendes et organiser le traitement des opérations sur parts ou actions de l'OPCVM.

Cet article n'exige pas un long commentaire. Le teneur de compte-émetteur assume des fonctions techniques conduisant notamment à la création ou à la destruction des parts. Il assume également des fonctions de contrôle, essentielles pour vérifier que le nombre de titres émis est bien de façon permanente la résultante des mouvements liés aux ordres de souscription-rachat.

Comme pour le centralisateur, le problème s'est posé de savoir qui peut être teneur de compte-émetteur. L'article 411-71 dispose que le teneur de compte émetteur est le fonds ou la société de gestion qui le représente, la tenue de compte-émission relevant de la gestion administrative de l'OPCVM. Cette tâche ne peut être déléguée qu'à un prestataire de services d'investissement, pour des raisons de sécurité mises en avant par l'AMF. Les sociétés de gestion, auraient souhaité pouvoir déléguer cette responsabilité à des agents autres que des prestataires de services d'investissement : notaires, avocats – notamment pour le capital investissement.

Article 411-71

La tenue de compte-émission relève de la gestion administrative de l'OPCVM. L'OPCVM ou, le cas échéant, la société de gestion qui le représente peut déléguer l'exécution des tâches décrites à l'article 411-70 de la tenue de compte-émission à un prestataire de services d'investissement dans les conditions fixées aux 1° à 3° et 5° à 9° de l'article 313-77.

Dernières évolutions réglementaires en matière de gestion du passif et conséquences pratiques (suite)

En complément de ce que je viens de vous présenter sur la tenue du passif, je voudrais vous dire quelques mots à propos du **correspondant centralisateur**. Un article du règlement général de l'AMF prévoit, de longue date, pour les OPCVM de droit étranger, l'obligation de désigner un correspondant centralisateur en France. L'article énumère les différentes tâches de ce correspondant. Cette énumération a posé problème aux intéressés, au motif que quand un fonds n'est pas admis aux opérations d'Euroclear, le correspondant centralisateur n'est techniquement pas en mesure de se mettre en conformité avec le règlement général. Ce dernier a en conséquence été modifié et dispose que quand l'OPCVM n'est pas admis aux opérations du dépositaire central, le correspondant centralisateur peut être en charge seulement de la communication des documents d'information, mais à condition qu'il contrôle que les autres tâches sont bien effectuées. Toutefois, il s'avère que les parties concernées ne sont pas non plus à même de mener de tels contrôles. En conséquence, le règlement général de l'AMF sera prochainement modifié sur ce point. Aujourd'hui, dans l'attente de cette modification, le texte est le suivant :

Article 411-135

L'OPCVM de droit étranger ayant fait l'objet d'une notification conformément aux dispositions du deuxième alinéa du II de l'article L. 214-1 du code monétaire et financier désigne un ou plusieurs correspondants, dont un correspondant centralisateur, établis en France dans les conditions fixées par une instruction de l'AMF.

Le ou les correspondants doivent appartenir à l'une des catégories mentionnées à l'article 1^{er} de l'arrêté du 6 septembre 1989.

Le correspondant centralisateur et, le cas échéant, les autres correspondants sont contractuellement chargés d'assurer les services financiers suivants :

- 1. Traitement des demandes de souscription et de rachat,*
 - 2. Paiement des coupons et dividendes,*
 - 3. Mise à disposition des documents d'information aux investisseurs,*
 - 4. Information particulière des porteurs dans les cas prévus par une instruction de l'AMF.*
- Quand l'OPCVM n'est pas admis aux opérations du dépositaire central en France, le cor-*

respondant centralisateur peut être en charge de la seule fonction énoncée au 3°, à charge pour lui de contrôler que les tâches énumérées aux 1°, 2° et 4° sont bien exécutées (en cours de modification).

Le correspondant centralisateur est chargé d'acquitter le droit fixe annuel, conformément à l'article L. 621-5-3 du code monétaire et financier.

Le dernier point que je souhaite développer, bien qu'il ne soit matérialisé par aucun texte dans le règlement général de l'AMF, a donné lieu à de nombreuses discussions. Je vais essayer de vous résumer de façon simple la problématique qui au premier abord n'est pas simple.

Les professionnels concernés par la commercialisation transfrontière des OPCVM nous expliquent que les investisseurs étrangers – notamment ceux qui ont l'habitude des pratiques de Luxembourg – sont attachés à des dispositifs construits autour d'un Transfer Agent (T.A.) comme il en existe là-bas. Les distributeurs étrangers aspirent à être inscrits dans les livres de l'OPCVM tenus pour son compte par le T.A. Ils apprécient la relation de proximité avec cet intermédiaire et la qualité de service que ce lien de proximité permet. Ils apprécient par ailleurs le fait qu'ils sont inscrits dans les livres tenus par le T.A. en leur nom et non à celui de leurs clients investisseurs, évitant ainsi de prendre le risque de subir des pratiques concurrentes déloyales de la part de ce T.A..

Vouloir être inscrits en leur nom dans les livres du T.A. pour le compte de leurs clients investisseurs, c'est dans notre terminologie offrir à ces clients investisseurs une détention de leurs titres concernés sous la forme porteur et non nominative. Or le code monétaire et financier ne permet pas en France à tous les fonds teneurs de compte-émetteurs d'offrir à leurs souscripteurs la forme au porteur. L'article L. 211-7 du code monétaire et financier est en effet ainsi rédigé :

Article L. 211-7

Les titres financiers admis aux opérations d'un dépositaire central peuvent être inscrits dans un compte-titres tenu par un intermédiaire mentionné à l'article L. 211-3, sauf décision

contraire de l'émetteur.

Les titres financiers qui ne sont pas admis aux opérations d'un dépositaire central doivent être inscrits dans un compte-titres tenu par l'émetteur au nom du propriétaire des titres. Toutefois, sauf lorsque la loi ou l'émetteur l'interdit, les parts ou actions d'organismes de placement collectif peuvent être inscrites dans un compte-titres tenu par un intermédiaire mentionné à l'article L. 211-3.

Quand l'OPCVM n'est pas admis aux opérations d'Euroclear France, le 2^e alinéa de l'article L. 211-7 permet tout à fait la forme porteur pour les actionnaires ou porteurs du fonds. En revanche, pour les fonds admis aux opérations d'Euroclear France, l'interprétation la plus immédiate de la loi est que la forme porteur n'est possible que si l'intermédiaire conservant les titres concernés est inscrit à son nom chez le dépositaire central, mais pas dans les livres de l'émetteur. Or les distributeurs étrangers ne souhaitent pas nécessairement passer par un sous-conservateur adhérent du dépositaire central. Ils souhaitent être inscrits à leur nom pour le compte de leurs clients investisseurs, dans les livres du teneur de compte-émetteur, ce qu'une interprétation raisonnable de la loi ne semble pas admettre. Les professionnels concernés suggèrent en conséquence une modification de la loi, afin qu'un fonds soit autorisé à ouvrir un compte à un intermédiaire agissant pour le compte d'investisseurs étrangers, que ce fonds soit ou non admis aux opérations d'Euroclear France.

Dernières évolutions réglementaires en matière de gestion du passif et conséquences pratiques (suite)

Questions de l'auditoire

Question

On peut peut-être dire que pour le centralisateur, il y a une clause de grand-père pour la responsabilité sur les fonds anciens ?

Michel Karlin

Oui, je n'en ai pas parlé. L'article 411-67 du règlement général de l'AMF dispose, dans son dernier alinéa : Pour les OPCVM créés avant la date d'entrée en vigueur des articles 411-64 à 411-71, l'entité mentionnée dans le prospectus en charge de la centralisation des ordres est présumée agir par délégation de l'OPCVM. Précisons que la date d'entrée en vigueur mentionnée ci-dessus est le 3 octobre 2011.

Question

Du point de vue des sociétés de gestion, ce dispositif réglementaire sur la gestion du passif est effectivement satisfaisant. Simplement, concernant la responsabilité, un effet pervers est de plus en plus constaté dans les conventions de gestion du passif, comme dans les conventions dépositaire : les dépositaires tendent à refuser la responsabilité sur la centralisation des ordres de souscription/rachat. Ce qui finalement peut paraître surprenant compte tenu du fait qu'il s'agit de fonctions exercées par ces mêmes acteurs depuis des années. Aujourd'hui, beaucoup de sociétés de gestion sont surprises de se voir reconnaître cette responsabilité.

Michel Karlin

Sur le fond, je ne peux pas répondre, puisque c'est un problème de relation entre sociétés de gestion et teneurs de compte-conservateurs. Je laisserai les représentants de ces derniers s'exprimer à ce propos. Sur le plan réglementaire, votre question montre bien, effectivement, pourquoi il a été demandé à l'AMF que soit précisé qui est responsable de quoi en matière de tenue du passif ; il est bien vrai que l'instruction de novembre 1993, laissait à cet égard planer le flou.

Question

Lors des affaires de late trading, il y a quelques années, l'AMF avait enquêté auprès de nombreuses sociétés de gestion et c'était bien les sociétés de gestion qui étaient responsables. Elles allaient ensuite vérifier chez les dépositaires à qui éventuellement elles avaient confié la tâche de centralisation la façon dont elles travaillaient.

Michel Karlin

Mais cette responsabilité des sociétés de gestion n'était pas inscrite dans les textes.

Question

Ce n'était pas inscrit dans les textes, mais de toute façon le dépositaire est responsable de ce qu'il fait, donc si on lui confie une tâche sous la responsabilité de la société de gestion, malgré tout, s'il y a une erreur, il l'assume !

Question

Sachant que les actions récursoires sont toujours des solutions dégradées par rapport à une responsabilité de principe, le souci de la société de gestion est surtout d'avoir des textes réglementaires et des responsabilités réglementaires qui soient en accord avec une responsabilité métier.

Michel Karlin

Il n'est tout de même pas identique, tant en droit évidemment qu'en pratique, que la société de gestion ou le dépositaire soit l'entité responsable. Et je rappelle encore une fois la préoccupation, dans un souci de sécurité juridique, de disposer de textes réglementaires permettant d'identifier clairement et précisément qui est responsable et de quoi. ■

Plate-forme de routage d'ordres Euroclear France : présentation et focus sur le référentiel distributeur

Laetitia Colombani,
Product manager ESES, Euroclear

L'objectif de cette intervention est tout d'abord de présenter la plate-forme de routage d'ordres OPCVM, puis de faire un focus sur le référentiel distributeur et enfin, d'aborder brièvement les problématiques de marquage.

La plate-forme de routage d'ordres OPCVM Euroclear a été créée en mars 2006. Le cahier des charges a été défini en collaboration avec les utilisateurs afin de répondre à leurs besoins et attentes. Ces utilisateurs sont les teneurs de comptes conservateurs, aussi appelés émetteurs d'ordres, et les agents centralisateurs.

Encore aujourd'hui, cette plate-forme est gérée en relation avec les utilisateurs et plus généralement avec le marché.

Différents groupes de Place, composés d'utilisateurs, interagissent régulièrement au niveau de la plate-forme :

- Le groupe de travail OPCVM ; il s'agit d'un groupe mensuel traitant des problématiques opérationnelles,
- Le groupe AFTI, flux et stock OPCVM ; un groupe mensuel traitant des consultations relatives à certains sujets discutés lors des groupes de travail OPCVM, et qui parfois peuvent amener l'AFTI à être décisionnaire. À titre d'exemple, l'AFTI fixera début 2013 l'objectif de parts de marché à atteindre de la plate-forme de routage pour fin 2013,
- Le FFMPG, le French Fund Market Practice Group ; relatif aux standards de marché pour le marché français des fonds.

Une charte des bonnes pratiques professionnelles de la centralisation d'OPCVM, a également été définie par l'AFTI puis appliquée à la plate-forme.

Une information complémentaire relative à la plate-forme de routage et au routage d'ordres

OPCVM est disponible sur les sites de l'AFTI et d'Euroclear France.

Le passage d'ordres manuels (par téléphone ou fax) présente plusieurs inconvénients :

- Des difficultés à absorber des volumes d'ordres importants (notamment lors des pics d'activité avant les principaux cut-offs) avec un risque de file d'attente et de retard dans le traitement d'un ordre,
- Un risque de mauvaise compréhension du nom du distributeur et donc un mauvais marquage de l'ordre,
- Un processus plus complexe pour récupérer la valeur liquidative lors du règlement-livraison.

Dans le cadre de l'automatisation du passage des ordres, la plate-forme est en charge du routage des ordres, des messages de statut et des messages de confirmation, entre l'émetteur et l'agent centralisateur. L'automatisation des flux est possible via SWIFT ou via un poste

Le service de routage d'ordres Schéma de la distribution externe manuelle des OPCVM



Utilisez la loupe pour zoomer dans le visuel

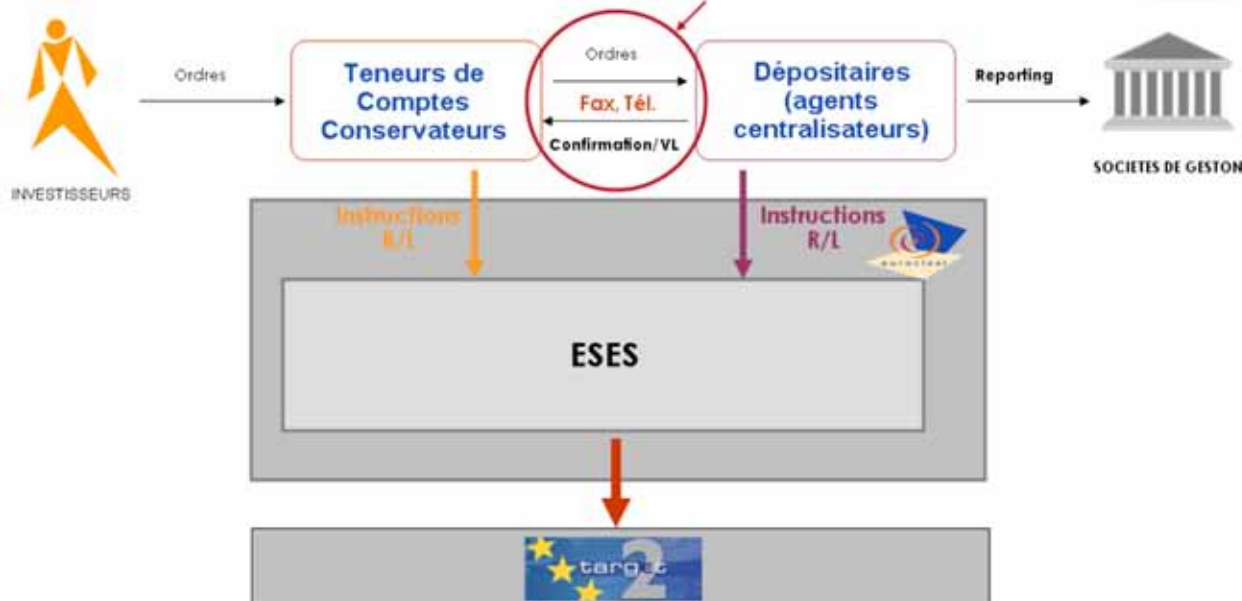
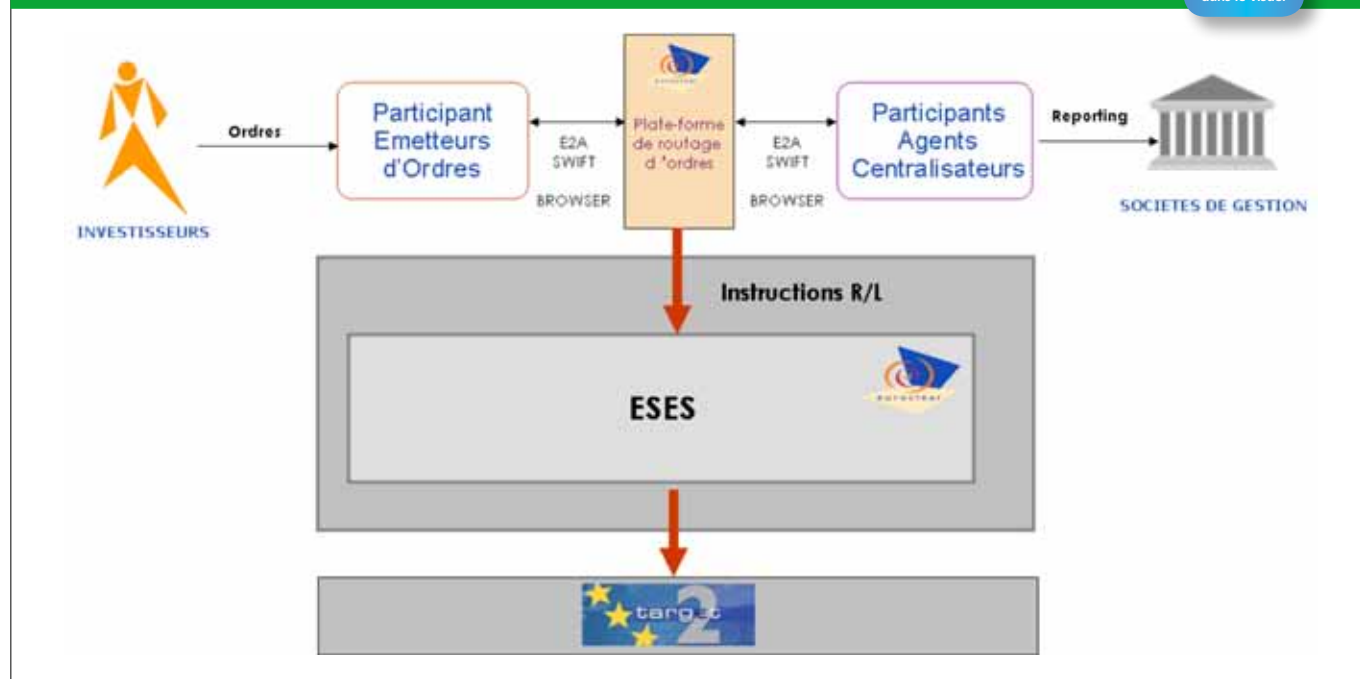


Plate-forme de routage d'ordres Euroclear France (suite)

Le service de routage d'ordres
Schéma de l'automatisation et de la standardisation

de travail BROWSER (Un poste de travail délocalisé pour la transmission d'ordres Swift sans effectuer de développements). Les avantages sont les suivants :

- La possibilité d'absorber des volumes d'ordres plus importants,
- Un marquage de l'ordre de meilleure qualité puisque la référence est véhiculée dans SWIFT,
- La valeur liquidative est confirmée dans l'ordre envoyé par l'agent centralisateur (MT 515 ou l'équivalent ISO 20022). Une fois le MT 515 reçu :
 - Soit le participant envoie directement son

instruction de règlement-livraison (pour les instructions en devises, le participant enverra aussi une instruction franco de paiement avec dissociation des titres et du cash),

- Soit elle est générée automatiquement (option Euroclear uniquement valable pour les instructions en euros pour éviter les risques liés à la dissociation des titres et du cash).
- La possibilité de gérer des ordres avec change (en réponse à l'augmentation des ordres en devises). Lorsque l'émetteur d'ordres souhaite avoir un règlement-livraison en euros

(pour bénéficier du règlement-livraison automatique ou pour une opération réalisée en ESES) alors qu'il a souscrit dans un fonds en dollars, alors il peut passer l'ordre avec change, c'est-à-dire que l'agent centralisateur pourra confirmer l'ordre en euros en effectuant une opération de change (soit en appliquant un taux de change). L'ensemble des informations sera contenu dans l'ordre : le taux de change et le montant confirmé en euros. Le règlement-livraison automatique sera alors possible en euros.

Morgane Seveno

Responsable de mission pour la Filière Fonds, Société Générale Securities Services

L'industrialisation des fonds dans la distribution française a été faite grâce à la standardisation et la sécurisation des flux.

Le processus des flux est totalement standardisé et automatisé au niveau du routage des ordres. Que ce soit pour des ordres en montant, en quantité, en euros ou en devise, ou un règlement-livraison en euros : le routage est automatique. Seul le règlement-livraison

en devise est réalisé en titre et cash dissocié. Le périmètre couvert au niveau plate-forme de routage est composé des fonds français, mais aussi des fonds étrangers distribués en France. 45 % des fonds de la plate-forme sont des fonds étrangers.

La fluidification des flux de transmission a été favorisée par la plate-forme de routage puisque les ordres sont transmis au fil de l'eau jusqu'à

la clôture officielle (Lors du passage manuel des ordres, le donneur d'ordres effectuait une clôture technique 30 minutes avant la clôture officielle afin de passer les ordres par téléphone auprès du centralisateur. Il y avait alors une file d'attente et un risque de ne pas pouvoir passer l'ordre avant la clôture.) Les passations d'ordres sont devenues très transparentes puisque les messages Swift s'intègrent automatiquement

Plate-forme de routage d'ordres Euroclear France (suite)

chez le centralisateur permettant aux donneurs d'ordres d'augmenter le nombre de vacations transmises.

De plus, l'usage des messages SWIFT via la plate-forme de routage :

- Accélère le retour d'acquittement de la part du centralisateur (délai de 2 à 5 minutes),
- Facilite le suivi de la bonne acceptation de l'ordre avant la clôture officielle pour le donneur d'ordres,
- Sécurise les flux, impliquant une réduction des coûts opérationnels au niveau des back-offices (notamment liés à la transmission des ordres par téléphone).

La transmission automatique des ordres a d'ailleurs été à l'origine de la réorganisation du métier des back-offices. Ces derniers ont évolué d'équipes opérationnelles importantes, principalement en charge du passage d'ordres, vers des équipes réduites chargées du suivi des messages Swift, du contrôle de l'acheminement et du marquage des ordres. L'arrivée de la plate-forme de routage a aussi été à l'origine de développements informatiques (pour le suivi des messages Swift, la fluidification des flux mais aussi pour la sécurisation des référentiels valeur et marquage), afin d'optimiser la transmission des ordres et leur qualité.

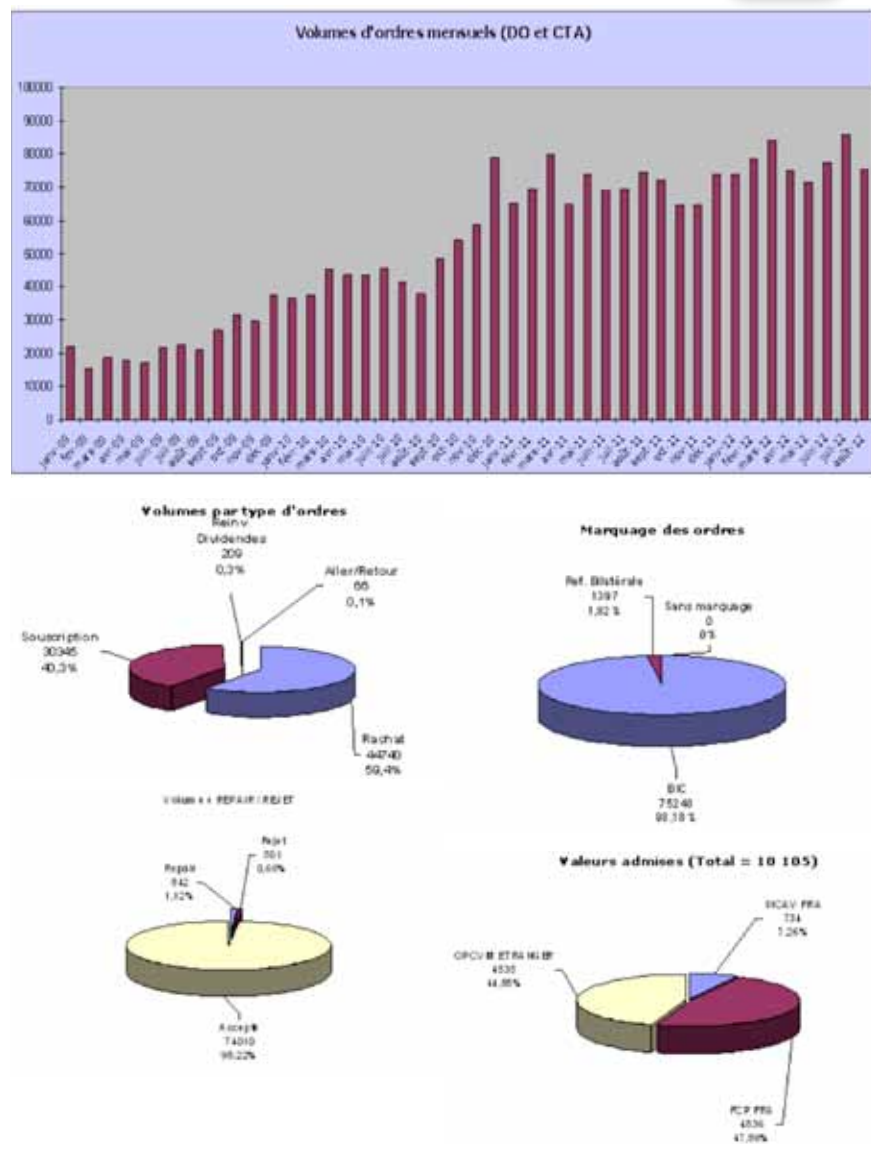
Quelques chiffres de différentes institutions financières :

- Concernant la Société Générale, les ordres transmis via Swift, en tant que donneur d'ordres, sont passés de 60 % en 2008 à 82 % en 2012, tandis que les ordres transmis en tant que centralisateur via la plate-forme de routage sont passés à 67 % contre 25 % il y a quelques années, tous ordres confondus.
- Sur le périmètre des fonds éligibles en plate-forme, en tant que donneur d'ordres, 96 % des ordres sont transmis via la plate-forme et 85 % des ordres en tant que centralisateur. Ainsi, seuls les ordres sur des fonds non éligibles en plate-forme, des fonds atypiques ou provenant d'intermédiaires financiers non-adhérents aux plates-formes sont transmis par téléphone.
- Natixis en tant que donneur d'ordres est passé, entre 2008 et 2011, de 45 % à 95 %

Service de routage d'ordres - Quelques chiffres



Utilisez la loupe pour zoomer dans le visuel



de ses ordres transmis par la plate-forme de routage.

- 96 % des ordres en centralisateur de CACEIS sont passés par la plate-forme de routage en 2012 contre 88 % en 2008. En tant que donneur d'ordres, 87 % sont passés par la plate-forme en 2012 contre 61 % en 2008.
- Chez BNP Paribas Securities Services, 49 % des ordres en tant que centralisateur sont passés par la plate-forme de routage ; et 88 % en tant que donneur d'ordres.

Ensuite, la sécurisation des flux a augmenté grâce à la limitation des risques opérationnels liés à la gestion des clôtures. Dans la mesure où de moins en moins d'ordres sont passés par téléphone, il y a une diminution des mécomptes liés à la transmission des ordres. Cette sécurisation a aussi été faite en association avec Euroclear grâce à la mise en place d'une procédure de backup, obligatoire pour tous les agents centralisateurs souhaitant adhérer à la plate-forme de routage. Cette procédure est essentielle pour veiller à la qualité du routage des ordres via la plate-forme.

Plate-forme de routage d'ordres Euroclear France (suite)

Laetitia Colombani

Aujourd'hui, plus de 10 000 valeurs sont éligibles sur la plate-forme dont plus de 45 % en devises. Le nombre moyen d'ordres varie de 75 000 à 80 000 (voire 85 000) ordres par mois, soit près de 1 million d'ordres par an (contre 20 000 ordres par mois en 2009). L'objectif fixé par l'AFTI pour l'année 2012 d'atteindre une part de 75 % des ordres passés par la plate-forme, a été dépassé puisque le taux d'automatisation des ordres passés est de 76,3 %. Cela représente, en termes de participants, 25 émetteurs d'ordres et 10 agents centralisateurs actifs.

Morgane Seveno

Les raisons pour lesquelles la plate-forme n'accueille pas la totalité des ordres passés, sont les suivantes :

- Actuellement certains fonds atypiques ne peuvent pas être gérés (les ETF, les FCPI, les FCPR, les fonds ARIA etc.), les fonds traités en titres et cash dissociés,
- Certains intermédiaires financiers continuent à travailler par téléphone.

Laetitia Colombani

L'objectif pour 2013 est donc de continuer à augmenter la part de marché de la plate-forme sur les ordres passés, notamment grâce à :

- La gestion des ordres spécifiques sur la plate-forme (les allers-retours, les investissements dividendes, les ordres en montant, en devises etc.) prévue pour 2013 par les groupes de travail OPCVM,
- L'accueil de nouveaux clients sur la plate-forme.

Abordons à présent le marquage des ordres et le référentiel distributeur. Le modèle au porteur, utilisé en France, rend le marquage des ordres complexe et incontournable. Bien que l'ensemble des ordres soit à présent marqué, la problématique réside dans la qualité de ce marquage. Pour marquer correctement un ordre, il existe deux possibilités :

- Le code BIC/BIC1 ; il s'agit d'une donnée normée et fournie par Swift. 98 % des ordres sont marqués par BIC1. Son association avec un branch code permet un niveau de granularité très fin,
- La référence bilatérale ; il s'agit d'une donnée

non-normée, convenue entre la société de gestion et le distributeur. Bien que difficile à gérer et transmettre (pour les agents centralisateurs notamment), elle permet une plus grande granularité dans le marquage.

L'idée de mettre en place un référentiel distributeur est apparue pour répondre à cette exigence de marquage de meilleure qualité.

Morgane Seveno

Poussée par le marché, l'AFTI flux et stocks a décidé de créer, en lien avec l'AFG et Euroclear France, un groupe de travail sur le marquage des ordres. Les travaux ont débuté dès 2010 avec pour but d'harmoniser les référentiels distributeurs.

L'ensemble des acteurs de la Place ont été parties prenantes puisque tous les intermédiaires financiers ont été consultés et ont validé cette harmonisation des référentiels distributeurs. La migration des data bases de chaque intermédiaire financier vers ce référentiel administré par Euroclear a été effectuée par lots sur la Place française entre février 2011 et avril 2012. Le référentiel contient environ

Service de routage d'ordres - Quelques chiffres



Utilisez la loupe
pour zoomer
dans le visuel

	ISO 15022 - message d'ordres	ISO 20022 - message d'ordres
Marquage via BIC ou BIC1	95P::INVE exemple : :95P::INVE//Bic ou BIC1 ou 95Q::INVE	<RltdPtyDtIs><Id><BICorBE>Bic ou BIC1 <Role>DIST ou <RltdPtyDtIs><Id><NmAndAdr><Nm> libellé <Role>DIST (*)
Marquage via libellé Distributeur	95Q::INVE exemple : :95Q::INVE//4*35x	<RltdPtyDtIs><Id><NmAndAdr><Nm> libellé <Role>DIST
Marquage via référence Bilatérale	95a::INVE 70C::PACO//COMC Exemple : :95Q::INVE//NONE SELECTED :70C::PACO//COMC/29x	<RltdPtyDtIs><Id><BICorBE>Bic ou BIC1 <Role>DIST ou <RltdPtyDtIs><Id><NmAndAdr><Nm> libellé <Role>DIST ou <RltdPtyDtIs> absent ET <CommssnDtIs><ComrcIAgmtRef> référence bilatérale

Plate-forme de routage d'ordres Euroclear France (suite)

1 800 référencements et un septième lot est prévu pour la fin de l'année.

L'objectif de ce référentiel est, par l'identification unique du distributeur quel que soit l'établissement, de :

- Contribuer à l'amélioration du marquage sur le traitement de l'opération en STP (du routage au règlement-livraison), pour permettre un règlement-livraison dans les délais,
- Faciliter la gestion du suivi des encours et des rétrocessions associées.

Laetitia Colombani

La gestion administrative du référentiel est centralisée par Euroclear qui reçoit les demandes de ses clients (soit le TCC du distributeur, soit l'agent centralisateur).

Lorsqu'un distributeur veut créer un BIC1 ou un branch code, il s'adresse à son TCC qui lui-même s'adresse à Euroclear qui fera les demandes de créations chez Swift. Une fois le code créé :

- Le demandeur reçoit l'information,
- Le référentiel est mis à jour,
- Une communication est envoyée à l'ensemble des souscripteurs.

Par ailleurs, le groupe marquage de l'AFTI flux et stocks travaille avec Swift chaque semestre au nettoyage du fichier distributeurs afin de :

- Garantir la cohérence et l'efficacité du référentiel,
- Veiller à la suppression des références obsolètes.

La plate-forme de routage est donc au cœur de l'automatisation des fonds et aura toute sa place dans l'environnement T2S. Le modèle sera d'ailleurs identique pour T2S avec certainement quelques adaptations liées aux évolutions proposées.

Pour terminer, un point sur le **marquage des transferts**. Aujourd'hui, il n'existe pas de marquage du transfert de portefeuille. Ce sujet nécessiterait une étude d'impacts côté Custodian (en termes de chaîne de traitement par exemple), mais aussi la création d'une rubrique dans Swift afin de véhiculer le marquage. En attendant l'analyse de ce chantier, Euroclear propose une solution intermédiaire grâce à la mise en place d'un reporting de transfert de portefeuille donnant aux agents centralisateurs le détail des mouvements visibles en Euroclear.

Morgane Seveno

Garantir la qualité et la pérennité du marquage des ordres et du référentiel distributeur nécessite la collaboration de l'ensemble des acteurs de la Place. ■

Travaux AFG/AFTI/Euroclear France sur le marquage des ordres et prochaines étapes

Didier Deléage,

Directeur Général Adjoint, HSBC Global Asset Management (France)

Président du Groupe marquage des ordres AFG/AFTI/Euroclear France

Afin de présenter au mieux les travaux sur le marquage des ordres, les points suivants seront abordés :

- L'origine de l'initiative
- L'utilité et l'intérêt du marquage
- Les avancées attendues suite aux travaux du groupe de travail de l'an dernier.

Le schéma de distribution via Euroclear France ne permet pas à la société de gestion de connaître intuitivement les sous-distributeurs et les investisseurs, et donc d'identifier ses porteurs.

Or, pour la société de gestion le besoin de marquage est fort dans la mesure où elle est amenée :

- D'une part à conclure des conditions dérogatoires de droit d'entrée et de droit de sortie auprès de certains investisseurs. Elle doit donc être capable d'appliquer ces droits

préférentiels, et pour cela l'identité du distributeur ou de l'investisseur à qui ces conditions ont été consenties doit être véhiculée lors de la passation de l'ordre.

- D'autre part, la majorité des réseaux de distribution nommés par les sociétés de gestion sont rémunérés par le biais de rétrocessions, de commissions sur encours pour lesquelles il est essentiel que la société de gestion puisse avoir une bonne connaissance des montants rétrocédés, et ceci de façon certaine compte tenu des montants et des volumes de rétrocession en jeu.

À ces deux objectifs opérationnels et financiers – les droits d'entrée et les rétrocessions – vient s'ajouter le besoin de connaissance du passif et de sa structure, pour répondre à :

- Un objectif commercial : connaître les flux de souscription liés aux clients (investisseurs

institutionnels, corporate etc.) directement démarchés par la société de gestion

- Un besoin de mettre en place des algorithmes de modélisation, de loi d'écoulement du passif en cas de stress, plus sophistiqués pour juger plus finement qu'auparavant le risque de liquidité porté par les OPCVM et répondre ainsi aux évolutions à la fois de pratiques et de réglementation sur la gestion de la liquidité dans les fonds.

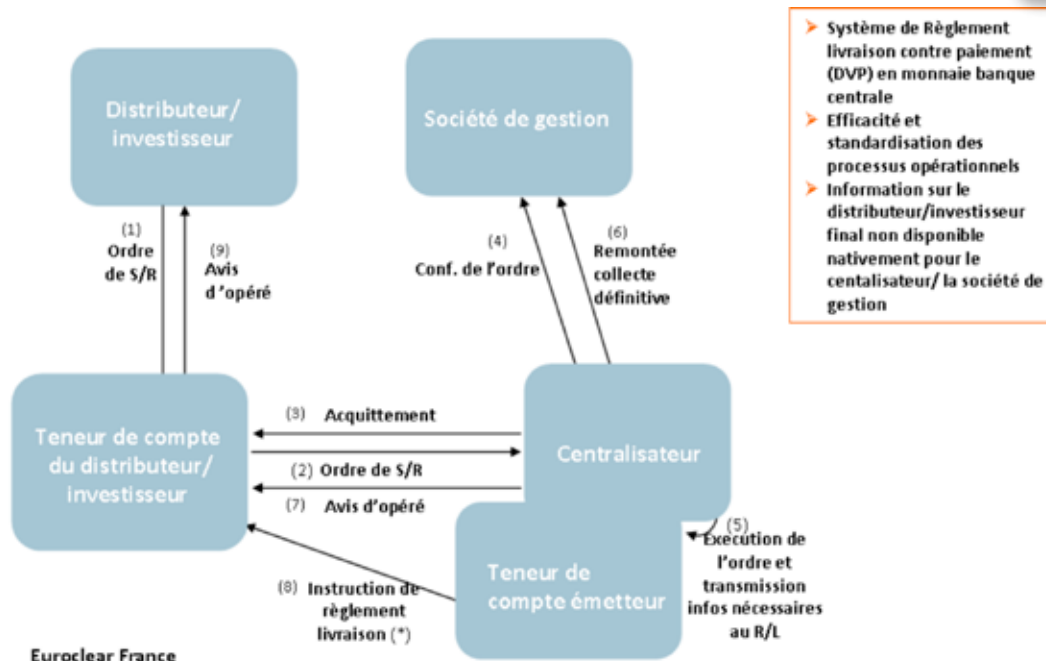
Le marquage est une réalité, selon les statistiques fournies par Euroclear, le taux de marquage est proche de 100 %, sur les ordres passés via la plate-forme.

Aujourd'hui la difficulté consiste à améliorer la qualité de ce marquage et à s'assurer que le niveau marqué correspond bien au niveau qui intéresse la société de gestion.

Les acteurs de la distribution de fonds Le circuit CSD « classique » avec titres au porteur



Utilisez la loupe pour zoomer dans le visuel



Travaux AFG/AFTI/Euroclear France sur le marquage des ordres et prochaines étapes (suite)

Or, disposer d'informations fiables sur les flux de souscription/rachat, permettrait à la société de gestion de procéder au paiement

des rétrocessions à partir des positions constituées sur la base de la somme des flux et non plus à partir des attestations de position en

fin de mois fournies par les différents teneurs de comptes qui ne seraient alors utilisées qu'à des fins de contrôle.

Catherine Langer,

Chargée de mission auprès du département organisation et qualité, CACEIS Bank (France)

La première difficulté rencontrée dans le cadre des travaux visant à faire progresser la qualité du marquage réside dans la forme des titres en France. Les parts de fonds qui sont commercialisées en France sont généralement admises en Euroclear France sous la forme « porteur ». Les porteurs ne sont donc pas identifiés, par opposition à une forme nominative où nous pouvons restituer facilement l'identité du porteur, puisqu'elle est inscrite dans un registre. Marquer les flux signifie vouloir identifier des porteurs, ce qui est en totale contradiction avec cette forme « porteur ». Le contre-argument à cette première difficulté serait de dire qu'avoir un titre sous la forme « porteur » ne signifie pas que le détenteur ou l'intermédiaire qui a placé le titre ne peut pas être identifié. Des procédures existent aujourd'hui telles que le TPI (Titre au Porteur Identifiable) qui est bien prévu pour restituer l'identité des porteurs, à la limite près qu'elle se fait sur des stocks et non sur des

flux. Étendre le TPI aux flux est peut-être une piste de réflexion.

La seconde difficulté est le caractère facultatif du marquage. Le marquage des ordres n'est possible et effectif que grâce à la volonté des acteurs du marché des fonds. Seules des recommandations en faveur de la pratique du marquage issues de groupes de travail, d'associations professionnelles ou du Haut Comité de Place ont été émises, le marché n'est confronté à aucune réglementation. En réponse à ce point, nous pouvons penser que réglementer le marquage s'avérerait complexe dans la mesure où les règles de marquage, qui ne concernent pas tous les types de porteurs, sont difficiles à définir. Imposer le marquage par une réglementation pourrait conduire à la remise en cause de la non-nominativité des titres et donc de la forme au porteur des titres en France. Or la gestion des titres au porteur est moins coûteuse et

son traitement moins lourd que la gestion des titres nominatifs avec tenue de registre. Il conviendrait donc d'inciter les adhérents à appliquer les recommandations professionnelles plutôt que de les imposer.

Didier Deléage

Un autre élément contre un cadre réglementaire trop strict, rendant le marquage obligatoire, est que cela serait susceptible d'avoir des effets de bord sur d'autres domaines réglementaires encore en cours de discussion, tel que FATCA.

Une autre difficulté abordée et discutée dans plusieurs forums est le positionnement des acteurs demandeurs du marquage, le modèle économique et le lien contractuel. En effet, les acteurs qui sont finalement les plus intéressés par la réalisation d'un marquage exact et précis, sont :

- Les sociétés de gestion,
- Les donneurs d'ordres :
 - Le donneur d'ordre final dans le cas d'un client institutionnel,
 - Le distributeur dans le cas d'une distribution intermédiée, afin de bénéficier de taux de droit d'entrée préférentiels et de rétrocessions dans le cas où les distributeurs en bénéficient.

Par contre, les intermédiaires comme le TCC ou le centralisateur, qui n'ont pas d'intérêt direct au marquage sont incontournables, puisque ce dernier ne peut avoir lieu sans eux, ou sans Euroclear.

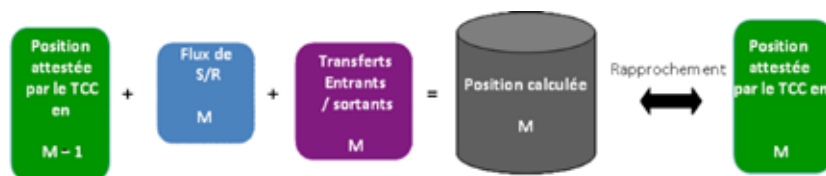
Néanmoins, les centralisateurs y ont indirectement intérêt dans le sens où :

- Les prestations d'ordres marqués sont un service payant qu'ils proposent aujourd'hui à leurs sociétés de gestion clientes.
- Le marquage leur permet de bénéficier de traitements automatiques et de ne pas avoir à opérer de traitement manuel sur les questions de droit d'entrée, etc.

Un besoin plus large que le seul marquage : un meilleur suivi de la distribution



Utilisez la loupe pour zoomer dans le visuel



- ✓ Une meilleure **qualité du marquage des flux**: première étape initiée il y a plusieurs années mais les derniers travaux ont nettement amélioré la qualité de l'information, sans rupture de traitement STP
- ✓ Une information sur les stocks: projet d'optimisation de production et de traitement des **attestations de positions** par le TCC selon un format standardisé et exploitable pour faciliter le processus de réconciliation (des stocks avec les positions reconstituées à partir des flux)
- ✓ Une information sur les **transferts** franco entre TCC non communiqués à ce jour au centralisateur ou à la SGP

Travaux AFG/AFTI/Euroclear France sur le marquage des ordres et prochaines étapes (suite)

De la même façon, du côté des teneurs de comptes, le client du teneur de compte à savoir l'investisseur final attend de lui une prestation permettant de bénéficier :

- Soit de rétrocessions dans de bonnes conditions, si lui-même est un distributeur,
- Soit d'examiner son droit d'entrée qui lui a été promis par la société de gestion si c'est un investisseur institutionnel.

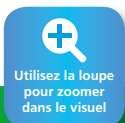
L'un des arguments qui est opposé par certains TCC pour le développement de la pratique de marquage est celui du secret bancaire. Ils estiment en effet que communiquer une référence de marquage précise telle que le BIC1 n'est pas un cas aujourd'hui prévu par les textes pour s'affranchir de la notion de secret bancaire.

Malgré tout, les améliorations s'inscrivent dans un processus continu. Donc le fait que certaines recommandations issues des travaux du groupe de Place n'aient pas été encore largement diffusées ne fait pas obstacle à la progression régulière du sujet.

Catherine Langer

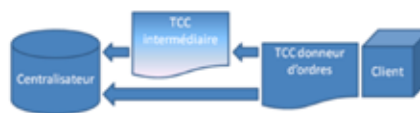
Les progrès en termes de marquage sont dus à plusieurs travaux :

- Tout d'abord, dans le cadre des réunions du groupe de travail AFG/AFTI sur le marquage, des règles de fonctionnement des différents modes de marquage ont été établies et sont maintenant validées par tous :
 - Élargissement de l'utilisation des branch codes aux Bic1 pour permettre de marquer les ordres à des niveaux plus fins que l'entité juridique,
 - Engagement des centralisateurs et des teneurs de compte conservateurs à véhiculer une référence bilatérale (sans la contrôler) pour répondre à des besoins complémentaires non couverts par l'utilisation du code BIC (par exemple : le marquage des fonds dans le cadre de la multi-gestion).
- Ensuite, un fichier des investisseurs, abrité par Euroclear, a été constitué et contient environ 1 500 références d'investisseurs. Des règles de création, de mise à jour ont été déterminées, le suivi est assuré par des comités réguliers d'experts au sein des groupes de travail AFTI.
- Des demandes de développement au niveau



Les recommandations professionnelles : grandes lignes

1. Les ordres doivent être marqués sur demande des clients des TCC et selon leurs instructions
→ Action à prévoir pour les sociétés de gestion de mise à jour de leurs annexes et de communication auprès de leurs clients distributeurs ou corporate.
2. En l'absence d'instruction du client, le TCC du donneur d'ordre marque les ordres avec le code BIC / BIC 1 du client (sous réserve de validation juridique en cours)
3. Les TCC intermédiaires ne marquent pas un ordre qui n'est pas marqué par le TCC du donneur d'ordres: Pour les établissements qui assurent les fonctions de TCC et de commercialisateur, le branch code doit préciser le réseau de commercialisation utilisé.



4. Si l'ordre est déjà marqué (code BIC / BIC 1 et / ou une référence bilatérale), le TCC le transmet vers les systèmes de routage sans altérer ses références de marquage.
5. Le TCC atteste les positions selon les mêmes règles de marquage que les ordres

des référentiels tiers et des chaînes OPCVM, ont été faites aux services informatiques des acteurs pour permettre l'automatisation de ce marquage :

- Soit côté teneur de compte à l'actif, c'est-à-dire lorsque l'ordre est reçu et le marquage transmis : pouvoir automatiser le code Bic à partir d'un compte titres, par exemple,
- Soit côté passif dans la partie centralisation, afin de restituer des collectes marquées au bon niveau aux sociétés de gestion : voire même avec une codification propre à la société de gestion après transcodification.
- Enfin, une réflexion sur l'harmonisation et l'automatisation des relevés de position est en cours. Actuellement, chaque acteur organise lui-même ces relevés grâce à des extractions et des envois papiers.

Didier Deléage

Revenons à présent sur les différents livrables du groupe de travail AFG/AFTI sur le marquage :

- La refonte du format de l'annexe technique du Guide professionnel AFG sur les conventions de distribution était prévue, de manière à avoir une partie de ces annexes destinée aux teneurs de compte conservateurs des distributeurs pour leur permettre de procéder à un marquage efficace.

- L'élaboration d'un modèle de lettre pour les clients institutionnels, afin de formaliser :
 - La gratuité des droits d'entrée,
 - La procédure à suivre pour les demandes de marquage auprès de leur teneur de compte conservateur.
- Un recueil de recommandations professionnelles AFG/AFTI destinées aux TCC sur les bonnes pratiques de marquage.

Ce recueil décline dans le détail les principes évoqués précédemment et pour lesquels un consensus a été trouvé. Ces recommandations issues du groupe de travail marquage tenu en 2011 devaient être diffusées aux adhérents AFG et AFTI au premier semestre 2012. Cependant, ce calendrier n'a pas été tenu car un point juridique dont dépendent 3 recommandations fait débat : le secret bancaire.

Deux points de vue s'opposent :

- Une première logique consistant à dire que le secret bancaire n'est pas opposable à l'émetteur. Or la société de gestion représente le fonds, qui est l'émetteur, et donc le secret bancaire ne lui est pas opposable. D'ailleurs ce point est spécifiquement précisé dans les textes consacrés à la procédure TPI : la société de gestion a le droit de se faire communiquer l'identité des investisseurs.
- L'autre point de vue consistant à dire que le

Travaux AFG/AFTI/Euroclear France sur le marquage des ordres et prochaines étapes (suite)

secret bancaire s'oppose à ce qu'une référence de marquage soit véhiculée vers la société de gestion sans accord exprès du client.

Face aux avis contrastés des commissions juridiques AFG et de l'observatoire juridique AFTI, un avis externe a été demandé à un membre correspondant AFG.

Plusieurs voies de résolution sont envisagées :

- Un consensus est trouvé.
- Les recommandations sont modifiées pour subordonner le marquage à l'accord du client :
 - Ce qui ne devrait pas poser de problème in fine pour le distributeur. En effet celui-ci n'étant pas l'investisseur final la convention de distribution passée avec la société de gestion peut tout à fait intégrer un accord pour la transmission du BIC1 et de ses coordonnées,
 - Concernant les clients institutionnels ou corporate, le sujet est plus complexe puisqu'il n'existe pas nécessairement de contrats autres que le prospectus qui est signé avec la société de gestion. L'idée serait alors d'envoyer une lettre fixant les conditions dérogatoires sur les droits d'entrée et qui permettrait au client de donner son accord pour que le teneur de comptes véhicule sa référence de marquage. En pratique ces lettres n'existent pas aujourd'hui, et si leur mise en place sur la base d'un modèle de Place issu des travaux du groupe de travail « marquage des ordres » est bien prévue, ce processus – qui va prendre du temps – n'a pas encore débuté faute de finalisation des recommandations elles-mêmes. Les clients qui ne souhaitent pas être identifiés paieraient alors la totalité des droits d'entrée.

Pour compléter le dispositif, d'autres pistes sont à l'étude, comme par exemple :

- Rajouter dans les prospectus une mention indiquant que les investisseurs sont informés du fait que leurs coordonnées ou une référence permettant de les identifier seront communiquées à l'émetteur. Modifier les prospectus est une opération lourde, mais ceci pourrait s'envisager à l'occasion d'une autre modification, par exemple l'ajout d'une section sur les US persons,
- Indiquer dans les conventions de comptes TCC que dans le cas de souscription OPCVM leurs coordonnées sont susceptibles d'être remontées à la société de gestion.

Un accord entre associations professionnelles AFG/AFTI est maintenant nécessaire sur ce point pour arriver à le contourner de la façon la plus pragmatique possible pour ensuite permettre à l'ensemble des recommandations d'être mises en œuvre.

Catherine Langer

Le marquage dépend de la bonne volonté de l'ensemble des acteurs. Un consensus, des solutions de contournement aux problèmes juridiques sont nécessaires. ■

Table ronde : enjeux de la distribution cross-border des fonds

Animée par **Karima Lachgar**, *Délégué Général, AFTI*

Participants :

Marie-Laure Faller, *Directeur Général, Axeltis*

Philippe Barrau, *Senior Financial Institutions Relationship Manager, AXA Investment Managers*

Sébastien Séailles, *Directeur Product Management ESES, Euroclear France*

Pierre Monteillard, *Associé, Ailancy*

Florence Dwyer, *Global Market Relations Manager, BNP Paribas Securities Services*

Karima Lachgar

Après la présentation des avancées réglementaires en matière de gestion du passif par Michel Karlin, les progrès constatés au niveau de la plate-forme de routage des ordres qui monte en puissance et l'utilité du référentiel BIC/BIC1, le point sur les bonnes pratiques professionnelles en matière de marquage des ordres, cette table ronde est consacrée aux enjeux de la distribution cross-border des fonds.

Dresser un bilan général de cette problématique est centrale pour l'AFTI et pour l'AFG. Les deux associations œuvrent ensemble depuis plusieurs années pour essayer de faire avancer l'industrie, notamment par la promotion des 20 recommandations en matière de circulation des fonds en France et en Europe. Le dernier état des lieux date de décembre 2009, période de crise économique et financière. Il est intéressant de noter que l'un des effets de la crise est une modification en profondeur du comportement des investisseurs et des sociétés de gestion à laquelle il faut s'adapter. D'ailleurs, les sociétés de gestion elles-mêmes sont souvent concernées par le flot de textes réglementaires et législatifs observé depuis 2008.

Aujourd'hui, dans une phase a priori post-crise, nous constatons que la distribution des fonds est une opération complexe, qui nécessite d'anticiper en amont les besoins d'investisseurs qui restent craintifs. Les stratégies de distribution sont à repenser en profondeur, sur la base des choix offerts par la directive OPCVM IV en matière de domiciliation des fonds et des sociétés, tout en tenant compte bien sûr des effets produits par la rationalisa-

tion de la gamme.

Dans un marché où les gisements de croissance des encours se situent en dehors du territoire français, il faut donc réussir à apporter des solutions adaptées pour pouvoir continuer à exister.

Pour autant, en témoignent les progrès réalisés depuis 2004, la crise n'a pas dissuadé la Place de Paris dans sa détermination à apporter des améliorations à ses schémas et ses modes de distribution à l'international. Notamment sur certains aspects, comme le Fund processing, qui étaient considérés jusqu'alors comme la faiblesse de l'industrie française, et qui semblent à présent ne plus soulever de difficultés.

L'objet de la table ronde est d'échanger sur les pistes d'amélioration qui depuis 2004 ont été adressées avec succès et sur les travaux qu'il reste à faire. En ayant au préalable essayé de décrypter les grandes tendances en matière de distribution, évoqué les besoins des investisseurs et des distributeurs étrangers, et les attentes des sociétés de gestion, le débat portera sur les axes prioritaires et les pistes de solutions à approfondir dans les mois et les années à venir pour élaborer une nouvelle feuille de route AFTI/AFG.

Pour traiter ce programme, j'ai le plaisir de vous présenter nos 5 panélistes :

- **Marie-Laure Faller**, directrice générale d'Axeltis. Marie-Laure, de par sa fonction, dispose d'un poste d'observation privilégié en matière de suivi de distribution, de gestion des rétrocessions par les distributeurs et les promoteurs européens,
- **Philippe Barrau**, Senior Financial

Institutions Relationship Manager au sein d'AXA Investment Managers est très actif au sein des instances de l'AFG et d'EFAMA. Il participe fidèlement à toutes les manifestations AFTI et nous livrera le témoignage de la stratégie mise en place par son établissement en matière de distribution à l'international,

- **Sébastien Seailles**, Directeur Product Management ESES au sein d'Euroclear France est un contributeur très actif du groupe flux et stocks de l'AFTI. Il est également présent au sein des instances de l'AFG et de l'EFAMA pour représenter les intérêts français,
- **Pierre Monteillard**, Associé, Ailancy, essaie depuis de nombreuses années de faire avancer ces sujets au niveau de nos associations, mais également au sein de nos établissements,
- **Florence Dwyer**, Global Market Relations Manager chez BNP Paribas Securities Services, très impliquée au niveau de l'AFTI, elle travaille aux côtés de Jean Devambe au sein du groupe flux et stocks de l'AFTI.

Philippe Barrau, pouvons-nous évoquer les grandes tendances en matière de domiciliation des fonds et en matière de distribution ?

Philippe Barrau

Bien sûr, les avancées constatées sont satisfaisantes bien qu'assez lentes, comme l'ont déjà fait remarquer Marcel Roncin et Michel Karlin. Malheureusement, les sociétés de gestion ont été obligées dans certaines circonstances de prendre des voies de contournement pour arriver à leur objectif : commercialiser leurs fonds en cross-border.

Table ronde : enjeux de la distribution cross-border des fonds (suite)

UCITS IV a été un grand tournant et a permis de repenser la rationalisation, l'harmonisation légale. Bien entendu, ceci n'est possible que pour des produits qui se vendent à l'identique dans des pays différents ; un produit exclusivement conçu et vendu sur le marché du Royaume-Uni restera au Royaume-Uni. Par contre, dans un marché global européen, pour un produit comme la gamme des « Fixed Income » développée dans plusieurs pays, l'harmonisation est possible. Par exemple AXA IM, qui représente 540 milliards d'euros et environ 20 sociétés de gestion dans le monde, dispose de pôles de gestion répartis principalement en Europe et réfléchit à harmoniser et à remettre dans un seul centre, ces produits qui sont des duplicatas à l'intérieur du marché européen.

La rationalisation peut passer par :

- La concentration de certaines activités par lieu d'expertise. Les pays qui disposent d'une expertise particulière, vont alors concentrer sur leur marché certaines natures d'activité.
- Les master-feeder. Le master-feeder est une solution qui peut être déployée, en respectant la logique de la segmentation de la clientèle. Un client qui n'a pas d'appétence pour le marché français n'achètera pas d'OPCVM français. Le succès du Luxembourg et d'une partie de l'Irlande réside dans leur neutralité nationale, ce qui leur permet de vendre plus facilement leurs produits à l'étranger. Au-delà de cette neutralité, la France est encore confrontée à la barrière de la langue, bien que les back-offices de centralisation commencent à pouvoir échanger en anglais.

Le segment institutionnel rencontre quant à lui d'autres contraintes propres à son métier :

- Des contraintes comptables, certaines valeurs ne peuvent pas être mises au bilan :
 - Par exemple des OPC autres que nationaux,
 - Ou des valeurs OPC correspondant à un certain nombre de critères de risque, de volatilité, de ratio, Solvency etc. (Sans ces critères, l'institutionnel n'achètera jamais la valeur OPC).

Cette situation amène les sociétés de gestion à faire des choix en ce qui concerne la localisation

- L'exposition de l'OPCVM. À titre d'exemple, vendre un OPCVM monétaire rémunéré

quelques bp à un argentin qui profite sur son propre marché d'un taux obligataire aux environs de 7 % à 2 ans et jusqu'à 15 %, ne semble pas réaliste.

Toutes ces contraintes impliquent de réaliser une cartographie produit/client/pays pour vérifier la pertinence de commercialisation d'un produit sur un marché donné à une clientèle-cible.

Quelques solutions existent :

- Certaines mises en œuvre avec Euroclear sur la zone euro,
- L'existence de distributeurs globaux tel que Allfunds, à l'origine espagnol et qui s'est étendu sur le marché italien, puis sur d'autres marchés européens, et maintenant au Chili,
- Les brokers online, initiative plutôt anglo-saxonne,
- Les circuits particuliers tels que les conseillers en patrimoine présents principalement en Angleterre, en Allemagne, en Inde et en Malaisie.

Afin d'accélérer le cross-bording, nous sommes partis du constat suivant ; nous avons en Europe 8 gammes de fonds dans 8 pays différents, ce qui impliquerait pour un client multi produits une relation technique et l'ouverture d'un compte avec chaque TA pour atteindre l'ensemble de la gamme. Afin de simplifier ces relations, l'idée fut de créer une plate-forme où le client ouvre un seul et unique compte. Plate-forme à laquelle il peut envoyer un fax dans sa langue et ainsi atteindre l'ensemble des différentes gammes du marché selon leurs normes et leurs règles.

Des avancées sont à mener pour donner la possibilité au client de souscrire à un fond dans sa devise, quelle que soit la devise du fond, sans avoir à se soucier des problématiques de conversion.

Karima Lachgar

Florence Dwyer et Sébastien Seailles, adhérez-vous au paysage décrit par Philippe Barrau ? Compte tenu des liens que vous avez avec vos clients, cela correspond-il aux demandes de vos clients ?

Florence Dwyer

Je suis tout à fait d'accord avec ce que Philippe vient de dire ; du moins pour les sociétés de gestion multi gammes, travaillant sous plusieurs juridictions et pour lesquelles une rationalisation de l'existant est effectivement observée. Ces sociétés cherchent en effet des synergies cross-border pour réaliser des économies d'échelles et pour les raisons évoquées par Philippe Barrau. Toutefois les contraintes produit-client sont à prendre en compte.

Par ailleurs, une seconde catégorie de sociétés de gestion existe, il s'agit de sociétés plus petites, indépendantes, avec une gamme de produits de fonds français, parfois une gamme de fonds étrangers (souvent luxembourgeoise et assez récente). Pour celle-là, nous ne pouvons pas véritablement parler de rationalisation de gamme mais plutôt de volonté de développement à l'international.

Tout à l'heure Philippe parlait de UCITS IV. Pour finalement confirmer l'appétence d'un ou plusieurs marché(s) étranger(s), ces sociétés vont alors utiliser les outils mis à disposition par UCITS IV :

- Les maîtres-nourriciers
- Les procédures de notification simplifiées
- L'utilisation du passeport société de gestion, peu présent en revanche du côté des grosses structures adossées à des grands groupes

Table ronde : enjeux de la distribution cross-border des fonds (suite)

Sébastien Séailles

Un premier commentaire tout d'abord, il est toujours surprenant d'entendre que des distributeurs étrangers sont encore à la recherche de solutions, de points d'entrée uniques pour travailler sur différentes juridictions. Il me semble que des solutions existent aujourd'hui :

- La solution du groupe Euroclear,
- La solution FundSettle permettant de centraliser toute une activité de fonds et d'être en lien avec l'ensemble des marchés européens,
- Vestima, une solution dédiée à la partie Clearstream.

Il serait certainement nécessaire de communiquer davantage à propos de ce type de solutions.

Concernant les tendances en termes de domiciliation des fonds, d'un point de vue Euroclear France, la vision est plutôt large, mais reste systématiquement partielle ; limitée au périmètre des titres des fonds admis aux opérations d'Euroclear France.

En termes de domiciliation des fonds français, Euroclear France atteint aujourd'hui presque 11 000 fonds et a une croissance assez stable sur les 3-4 dernières années, soit une augmentation de 300 fonds par an en stock net. Les fonds étrangers, qui représentaient 25 % des encours (du stock en nombre de fonds) sont passés à 45 %. La croissance sur les 3-4 dernières années est de 500 fonds par an.

La conclusion rapide serait de dire qu'un transfert de domiciliation des fonds français vers les fonds étrangers est constaté. Les chiffres Euroclear ne permettent pas de conclure sur ces aspects-là. Néanmoins, le modèle CSD semble être devenu plus efficace pour les TA étrangers car il est plus efficace, mieux compris et donc mieux intégré.

Ce constat qui peut être fait côté promoteurs de fonds pourra, espérons-le, être fait côté investisseurs afin de faciliter la distribution de fonds français sur le cross border.

Karima Lachgar

Justement, Marie-Laure Faller, pouvez-vous nous donner une idée de ce que pensent réellement les distributeurs étrangers en matière de gestion des rétrocessions, en matière de processing. Quelles sont les grandes tendances ?

Marie-Laure Faller

En fait, les distributeurs étrangers ne sont pas uniques, ils ont des besoins différents. De la même façon que les sociétés de gestion et les teneurs de comptes ont fortement évolué, l'organisation des distributeurs à l'étranger a nettement changé :

- Entre un distributeur qui souhaite distribuer pour une ou deux sociétés de gestion, et une multi-architecture ouverte pour atteindre l'ensemble des sociétés de gestion,
- Entre une organisation visant à référencer tous les fonds d'une même société de gestion, et une organisation visant à ne référencer qu'un seul fond.

Le périmètre d'intervention, l'effort du distributeur sont alors fondamentalement différents.

Les besoins variés des distributeurs étrangers ont donc donné lieu à différentes organisations de leurs établissements.

Cela signifie par exemple qu'un distributeur souhaitant atteindre l'ensemble des gammes va se rapprocher de sociétés de gestion et d'organisations sous forme de hub, que celui-ci soit :

- Organisé par la société de gestion
- Pris en main par le distributeur
- Créé par un intermédiaire sous la forme de plate-forme, de prime TA, de centralisation, ou autre.

Le tout avec l'objectif de trouver un schéma toujours plus fluide, car finalement le distributeur souhaite disposer d'un processus d'investissement le plus simple possible, quelle que soit la localisation du fonds, avec une identification de ses encours et permettant de recevoir au plus vite ses commissions.

Le schéma TA et le schéma français, lorsqu'ils sont évoqués, ont tendance à être opposés, et disposent chacun de leurs avantages et inconvénients.

Pour rappel, sur la partie TA l'identification est facilement faite, mais seul le transmetteur d'ordres de premier rang est identifié et de lui dépend alors la transmission des bonnes informations avec la bonne granularité :

- Lorsque c'est le cas, le paiement et la réconciliation sont assez rapides,
- Lorsque ces informations sont partielles, la société de gestion et le distributeur perdent de l'information fondamentale et les réconciliations et paiements deviennent complexes.

Des contournements interviennent :

- Prenant la forme d'accords convenus avec les sociétés de gestion,
- Par le recours à des recherches d'informations via des solutions comme FundSettle ou Clearstream qui permettent alors d'aller chercher directement les positions globalisées vis-à-vis de la société de gestion.

Par ailleurs, certains distributeurs peuvent avoir différentes localisations géographiques de leurs ventes, c'est-à-dire être organisés comme sous-distributeurs dans plusieurs pays, avec plusieurs teneurs de comptes au sein d'un même pays ou différents teneurs de comptes au sein de pays différents. Ils sont alors intéressés par la mise en place d'une relation globale pour une organisation fluide.

Le schéma français a aussi beaucoup progressé ; les ordres sont identifiés et bien marqués. L'exemple de Generali est important puisque le code bilatéral est pratiquement au niveau du nom du contrat. Il ne reste alors qu'à vérifier que l'ensemble des intermédiaires de la chaîne remontent la bonne granularité d'informations. Comme le disait Catherine Langer tout à l'heure ; même pour les distributeurs étrangers qui n'ont pas l'habitude de

Table ronde : enjeux de la distribution cross-border des fonds (suite)

Du marquage des ordres au référentiel Distributeur
Exemple: GeneraliUtilisez la loupe
pour zoomer
dans le visuel

Bic	Institution name	Activité	n° siret	Street name	City heading	POB number	Postal code	Phone	Fax	Country Code
GASVFRP1	GENERALI ASSURANCE VIE	ASSURANCE	602062481	7 BOULEVARD HAUSSMANN	PARIS		75009			FR
GASVFRP1APG	GENERALI ASSURANCE VIE APG	ASSURANCE		7 BOULEVARD HAUSSMANN	PARIS		75009			FR
GASVFRP1BTL	GENERALI ASSURANCE VIE BTL	ASSURANCE		7 BOULEVARD HAUSSMANN	PARIS		75009			FR
GASVFRP1GGP	GENERALI ASSURANCE VIE GGP	ASSURANCE		7 BOULEVARD HAUSSMANN	PARIS		75009			FR
GASVFRP1PPE	GENERALI ASSURANCE VIE PPE	ASSURANCE		7 BOULEVARD HAUSSMANN	PARIS		75009			FR
GEFAFRP1	GENERALI INVESTMENTS FRANCE	SOCIETE DE GESTION	34880647200 042	7 BOULEVARD HAUSSMANN	PARIS		75009			FR

travailler avec des attestations, le fait d'avoir une attestation standardisée permettrait de gagner davantage de temps pour que les réconciliations et paiements interviennent plus vite.

Les sociétés de gestion n'ont aucun intérêt à conserver des aléas sur des montants de commissions dues. De la même façon les distributeurs n'ont aucun intérêt à avoir des aléas sur les montants à percevoir :

- Soit parce qu'ils ont besoin de les engranger dans leurs comptes,
- Soit parce qu'ils ont des versements à effectuer à leurs sous-distributeurs.

Que les distributeurs soient français ou étrangers, il y aura donc toujours la même problématique.

Karima Lachgar

Marie-Laure Faller vient d'évoquer les avantages et inconvénients du modèle CSD face au modèle TA. Sébastien Seailles, en quoi le modèle CSD actuel peut-il permettre de répondre aux défis de la globalisation de la distribution ? Si nous évoquons un instant le

projet T2S, des avancées se profilent-elles en termes de Fund processing et de distribution ?

Sébastien Seailles

La distribution des fonds français à l'international est bien évidemment une préoccupation permanente pour Euroclear ; avec plus de 10 000 fonds en stock pour plus de 1 000 milliards d'euros d'encours, des solutions efficaces sont à trouver. Ces niveaux d'activité montrent déjà les progrès réalisés et témoignent d'un bon fonctionnement, même si des progrès restent à faire.

L'important dans le modèle CSD domestique est qu'il peut fonctionner à l'international et qu'il est historiquement et définitivement ouvert sur la distribution cross-border. Cette souplesse est d'ailleurs offerte aux investisseurs étrangers via différentes alternatives :

- Passer par des ICSD,
- Passer par un teneur de compte local,
- Venir en direct ; le système ESES est ouvert à des contreparties non françaises (même si cette option reste peu utilisée).

Récemment les ordres directs ont été inté-

grés, ce qui constitue un pas vers le modèle TA. La combinaison du modèle CSD, qui apporte sécurité et économies d'échelles, avec les mécanismes du modèle TA permet de répondre à des besoins différents selon les profils des investisseurs. Cette ouverture, qui existe et se renforce depuis plusieurs années, est clé.

Les projets permettant à des distributeurs de détenir des positions directement dans les livres de l'agent et du fonds vont dans ce sens. De même, T2S apportera de nouveaux liens entre CSD, et les bénéfices qui seront apportés dépendront de l'appétence des distributeurs étrangers à détenir leurs parts d'OPCVM dans un CSD.

Les solutions mises en place ces dernières années ont évolué dans le bon sens en veillant à toujours intégrer une dimension internationale :

- À commencer par la plate-forme de routage d'ordres, qui avait vocation à répondre à des besoins domestiques et qui, dès le départ, a intégré les besoins sur la partie cross-border. Automatiser les flux entre le domestique et

Table ronde : enjeux de la distribution cross-border des fonds (suite)

des plateformes dites paneuropéennes raccourcit les délais sur les cut-off. Les investisseurs étrangers en retirent donc des bénéfices et accèdent plus facilement aux fonds français.

- Le marquage des ordres, via les références bilatérales, mais surtout le code BIC qui est une référence internationale et donc accessible aux acteurs étrangers.
- Le service de routage OPCVM, premier service en Euroclear ayant fait l'objet de la mise en place des messages ISO 20022, répond aux besoins d'acteurs locaux à court terme, mais à moyen/long terme, cela permettra de faciliter la communication avec des acteurs étrangers utilisant déjà la messagerie ISO 20022.

Concernant le projet T2S, l'appétit des autres marchés à distribuer les fonds au travers de leur CSD local semble aujourd'hui difficile à mesurer. Le modèle français est ancré dans le CSD, mais ce n'est pas forcément le cas d'autres marchés. La phase théorique a présent achevée, une phase plus concrète permettant d'étudier de façon plus détaillée les apports de T2S à l'horizon 2016-2017 peut débuter.

Le point clé est l'inexistence de la distribution au travers des liens entre CSD en Europe. Les liens ne sont pas utilisés pour les fonds. Avec T2S, des liens dits DVP existeront et vont permettre l'émergence d'un canal de distribution supplémentaire par rapport à ceux évoqués précédemment, ce qui fait la force potentielle du projet.

Des problématiques de réglementation, de rationalisation des processus opérationnels vont vraisemblablement émerger. Il est possible que certaines réglementations locales limitent les possibilités en termes de rationalisation.

De même des problématiques liées à l'harmonisation des Market practices et des modèles économiques seront à étudier, par exemple :

- Les marchés n'utilisent pas tous les mêmes templates Swift,
- Sur certains marchés, ce ne sont pas les donneurs d'ordres qui paient les ordres, mais les promoteurs.

Un travail plus minutieux est donc à engager. Jusqu'à présent, les acteurs se sont assurés que le modèle français était transposable dans le modèle T2S ; il faut à présent aller plus loin et essayer d'optimiser le modèle T2S pour apporter plus de valeur sur la distribution cross-border.

Karima Lachgar

En effet Sébastien Seailles, toute une panoplie de solutions existe et est à notre portée. Peut-être un effort au niveau de la promotion de ces solutions est-il nécessaire. En tout cas Sébastien en a citées un certain nombre qui pourrait, semble-t-il répondre aux besoins des distributeurs évoqués par Marie-Laure Faller. Mais d'autres obstacles existent peut-être. Sébastien évoquait le sujet de l'harmonisation, Philippe Barrau et Pierre Monteillard, d'autres sujets sont-ils à identifier et à approfondir dans les années à venir ?

Philippe Barrau

D'autres sujets qui ne sont pas tous techniques existent. Certes, Euroclear a mis en place des outils, parfois depuis très longtemps, mais l'ensemble de la chaîne intermédiaire est à convaincre puisque les seuls bénéficiaires sont en bout de chaîne ; le client et la société de gestion, et les intermédiaires n'ont pas d'intérêt immédiat à se mettre aux normes.

Concernant les autres difficultés :

- La barrière de la langue en est une.
- Tout comme le besoin d'accompagnement. Sur l'Europe, les banquiers connaissent en général les obligations et usages locaux quant à la commercialisation des produits, mais au-delà de la zone euro, l'accompagnement devient plus complexe. Faciliter l'accès à un acteur local capable d'accompagner efficacement dans les démarches permettrait une commercialisation des produits OPCVM plus aisée en Amérique du Sud par exemple, ou encore sur certains pays nordiques ou d'Asie.

- De même, l'accumulation d'outils et d'intermédiaires augmente le timing nécessaire au client pour arriver au cut-off. La distribution allemande en est un exemple. Une optimisation est donc à étudier.

Pierre Monteillard

La distribution cross-border est très compliquée, les sociétés de gestion qui en font en témoignent. Mais cette complexité est multiple, et le Fund processing n'est finalement qu'une petite part de cette complexité.

À moyen terme, les gammes de fonds luxembourgeois vont progresser et les gammes de fonds français pèseront certainement moins. Il s'agit du suivi continu de tendances déjà observées, qui ne s'expliquent pas par le processing des fonds français, mais par d'autres dimensions hors fund processing. Les acteurs ne sont pas habitués aux pratiques françaises et l'écosystème nécessaire n'est pas en place.

Les acteurs de la distribution de fonds à l'international passent du temps avec des avocats, des fiscalistes, avec des traducteurs, étudient la documentation sur les produits. Et l'environnement luxembourgeois s'avère favorable par sa neutralité, neutralité non retrouvée sur les fonds français.

La priorité au niveau de la Place ne mérite plus désormais d'être autant dirigée sur le fund processing et doit se centrer sur ces autres sujets qui font le quotidien et les coûts des sociétés de gestion qui distribuent à l'international.

Table ronde : enjeux de la distribution cross-border des fonds (suite)

En terme de processing, en se basant sur les 20 recommandations auxquelles Marcel Roncin faisait allusion précédemment, beaucoup de problèmes ont été réglés et il reste maintenant à observer la concrétisation de ces solutions au niveau des acteurs de la Place ; notamment sur les ordres directs, les attestations et les problématiques autour des ordres en montant.

Par ailleurs, certains sujets ont connu peu d'évolutions, en particulier :

- Le statut des distributeurs, que ce soit en France ou en Europe. Si les statuts et les diligences des distributeurs ne progressent pas, la situation a peu de chances d'aller vers une évolution favorable,
- Certaines recommandations comme la normalisation des données OPCVM.

Karima Lachgar

Florence Dwyer, pourriez-vous nous faire une petite synthèse des différentes demandes qui sont actuellement formulées par les asset managers en allant au-delà de ces aspects de pur fund processing ?

Florence Dwyer

Effectivement beaucoup de problématiques liées au processing trouvent aujourd'hui des solutions.

En reprenant les deux catégories de sociétés de gestion expliquées précédemment :

- Les multi-gammas vont avoir un besoin de suivi de distribution « cross-pays et modalités de distribution » et cela pour l'ensemble de leurs gammes. Les conventions de distribution sont effectivement de plus en plus globales, aussi bien côté promoteur que côté distributeur, et il est devenu nécessaire de pouvoir identifier les encours cross gammes d'un distributeur, quelle que soit leur juridiction. Pour cela des solutions existent, de type hub, et sont mises en place par les principaux dépositaires de la Place.
- Pour les institutions dites mono-gammas, la préoccupation est de résoudre les difficultés qu'elles ont pu rencontrer, ou qu'elles rencontrent, pour atteindre une cible d'investisseurs institutionnels à l'étranger. Donc là aussi, des alternatives au « schéma clas-

sique » qui nécessitent que l'institutionnel passe par un correspondant habilité à faire de la transmission d'ordres et à détenir des parts de fonds français, existent ; telles que l'ordre direct. Par ailleurs, ces sociétés de gestion souhaitent aussi être accompagnées dans la commercialisation de leurs fonds dans différents pays ciblés. Et donc un dépositaire qui a une présence multi locale va pouvoir leur proposer des services d'agents payeurs, de représentation de fonds telle qu'exigée par la réglementation locale du marché dans lequel ils souhaitent distribuer.

Dans tous les cas, nous remarquons que le dépositaire évolue clairement au-delà de son rôle strictement réglementaire, il devient un vrai partenaire de la société de gestion pour qu'elle puisse servir au mieux ses clients distributeurs et investisseurs, capable de lui proposer la solution correspondant à son modèle de distribution, avec un accès facile et sécurisé à l'ensemble de ses distributeurs, un bon niveau de reporting et de services associés.

Au-delà des sujets processing, on voit d'autres demandes émerger, dans les RFP notamment :

- Des demandes d'assistance dans la mise en place des set-ups relativement lourds suite à la mise en place de passeports sociétés de gestion ; dans ce cas, le dépositaire a une relation avec la société de gestion étrangère qui est très différente de la relation qui peut exister aujourd'hui déjà dans le cas de délégations de gestion. Aujourd'hui beaucoup de sociétés de gestion françaises délèguent en effet la gestion à l'étranger ; dans ce cas, seuls les aspects processing ou remontée d'informations sont abordés avec la société de gestion à l'étranger. Dans le cas du passeport société de gestion en revanche, il est davantage question de relations avec le régulateur et un travail assez lourd d'explication sur le fonctionnement du marché et de la réglementation, d'assistance pour les dépôts de demandes d'agrément, de mise à jour de rédaction de prospectus, etc. est nécessaire.

- On constate également de plus en plus de demandes de supports à la mise en place de structures master-feeder. C'était assez théorique jusqu'à récemment. Là où la directive UCITS IV est transposée, des demandes de mise en place de master-feeder sont émises, avec soit le master en France, soit le master à l'étranger. De gros enjeux existent côté dépositaire, à la fois économiques mais aussi opérationnels ; puisqu'être dépositaire des deux côtés - master et feeder - permet une meilleure gestion des risques.

- Et puis si on a beaucoup parlé de l'Europe, on a également abordé avec Philippe Barrau déjà l'ouverture sur les autres marchés – principalement l'Asie et l'Amérique du Sud. Et là aussi, on est de plus en plus confrontés à des demandes afin de faciliter la distribution aux clients sur ces marchés, avec des solutions permettant un service client adapté par région, des contrôles KYC efficaces, et offrant la capacité à pouvoir faire le lien pour eux avec les investisseurs locaux et les régulateurs, voire à se connecter à des plateformes locales de distribution de fonds.

Karima Lachgar

Différentes solutions sont donc proposées en réponse aux besoins ou attentes, sur les aspects de pur processing, voire au-delà. Ces offres correspondent à des services à valeur ajoutée. Intéressons-nous maintenant à la question des aspects tarifaires, les aspects économiques, Pierre Monteillard pourriez-vous nous donner une grille de lecture des enjeux liés à ces aspects tarifaires ?

Pierre Monteillard

En observant l'évolution des chiffres sur les 10 dernières années, nous constatons que les prix ont chuté sur les services standards et que parallèlement de nouveaux services facturés sont apparus.

Table ronde : enjeux de la distribution cross-border des fonds (suite)

Concernant les souscriptions/rachats à l'actif, le domestique et le cross-border évoluent dans un rapport de 1 à 100, en incluant les Hedge Funds dont le tarif reste élevé. Les tarifs ont été divisés par deux sur le marché domestique classique, et par trois sur le non-domicilié. Enfin, l'activité cross-border a baissé d'environ 30 %.

En comparant le tarif du domestique à celui du cross-border à l'actif, l'échelle est de 1 à 10 (hors Hedge) pour 1 à 3 environ sur l'Equity. Du point de vue du passif, les services de centralisation et de TA connaissent une légère baisse (environ 30 %) sur le domestique domicilié, et une baisse beaucoup plus forte sur le non-domicilié français (division de 2 à 3). Quant au cross-border, la baisse est de l'ordre de 30 %.

En conclusion, la baisse a été très forte sur le domestique, similairement à ce qui a été observé du côté de l'Equity. Sur la partie cross-border la baisse pour les OPC a été moins importante que celle observée sur l'Equity. Un dernier commentaire sur la partie économique, la conservation reste chère, à 3 bp sur des fonds étrangers contre 0,2/0,3 bp sur les fonds domestiques : soit 10 fois plus. Les baisses sont constatées, certes, mais pas autant que souhaité sur le véritable cross-border.

Karima Lachgar

Cette table ronde a finalement permis de couper court à quelques idées reçues qui continuent à perdurer. Cela étant, le travail n'est pas terminé et suite à cet amphi, l'AFTI reviendra très vite vers l'AFG pour proposer différentes actions communes. Pour conclure, quels sont les axes prioritaires, les investissements à consentir dans les années à venir ?

Marie-Laure FALLER

Pour Axeltis, la transparence est clé. Contrairement à une autre plate-forme citée par Philippe Barrau, Axeltis ne se positionne pas sur la réception/transmission d'ordres. Donc l'enjeu est de récupérer les positions des clients distributeurs en nouant les relations les plus automatisées possible avec les différents teneurs de compte et les CSD, de façon à

récupérer l'information où elle se trouve et, en tant que plate-forme, d'être ainsi indépendant du schéma de souscription des OPCVM suffisamment complexe pour ne pas en rajouter.

Philippe Barrau

L'axe prioritaire est de continuer à travailler ensemble, des solutions existent. Le tout sans oublier que le temps est fondamental, c'est-à-dire en limitant au mieux les délais entre le client et le centralisateur.

Sébastien Séailles

Les priorités à court terme côté Euroclear sont de poursuivre :

- Les efforts marketing en termes de communication, pour que les solutions existantes soient mieux connues et mieux intégrées
- Les efforts de déploiement, notamment au niveau de la plate-forme de routage sur le marché français

Ensuite, à moyen terme, il s'agit de continuer à travailler sur les problématiques opérationnelles évoquées aujourd'hui et celles à venir. Et puis il est nécessaire de se projeter rapidement sur l'horizon T2S, qui apportera de nouvelles perspectives sur le settlement mais n'apportera pas de solution au niveau du routage des ordres.

Par ailleurs, nous estimons qu'il est nécessaire de réfléchir à une plate-forme française davantage ouverte, connectée, pourquoi pas, à d'autres plateformes. T2S ne doit pas être une limite mais plutôt un tremplin pour aller au-delà de la seule zone européenne.

Pierre Monteillard

Dans les actions à prioriser, trois me sembleraient efficaces :

- Les attestations, cette action aurait un effet de levier important et cela à court terme
- Le modèle CSD : faire en sorte que les différents acteurs français aident Euroclear et Clearstream à développer ce modèle m'apparaît souhaitable. Disposer de trois acteurs français parmi les 10 premiers au monde peut aider dans ce domaine.
- Et enfin, le troisième point serait de traiter les problématiques hors processing. C'est-à-dire de faire en sorte que tous ces aspects

impliquant avocats et fiscalistes soient adressés pour aider les sociétés de gestion de petites et moyennes tailles à progresser au quotidien

Florence Dwyer

Effectivement, il s'agirait de continuer à participer aux diverses initiatives encore nécessaires pour améliorer davantage les solutions déjà apportées. Après, il ne faut pas oublier qu'il s'agit de discussions de Place, avec pour objectif d'essayer de standardiser, d'harmoniser au maximum.

Maintenant, tout ne peut pas être modélisé, une relation contractuelle existe entre dépositaire, société de gestion, TCC, distributeur. L'industrialisation et la standardisation ne peuvent être complètes ; il s'agit de proposer des modèles tout en gardant une certaine flexibilité pour pouvoir répondre à certains besoins de manière contractuelle.

Karima Lachgar

Je vous remercie. ■

Spécial Amphi

Périodique édité par l'AFTI.



Association Française
des Professionnels des Titres
36, rue Taitbout - 75009 PARIS
Tél. : 01 48 00 52 01
Fax : 01 48 00 50 48

Directeur de Publication : Marcel Roncin
Rédacteur en chef : Marcel Roncin
Comité de rédaction : Ailancy
Réalisation : Café Noir

Les supports de présentation
sont disponibles
pour les membres de l'AFTI
sur le site Internet de l'association :
www.afti.asso.fr

ISSN en cours