

La gestion d'actifs : les métiers de l'AFTI

Petit-Déjeuner du 23 septembre 2015

Sommaire

- | | | | |
|-----------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>1
Éditorial
<i>Marcel RONCIN</i>
Président, AFTI</p> | <p>2
L'administration de fonds
<i>Carine ECHELARD</i>
Animatrice du groupe de travail
Administration de fonds,
Directeur général, CACEIS Bank
France et CACEIS Fund Administration</p> | <p>7
Le dépositaire
<i>Michèle BESSE</i>
Animatrice du groupe de travail
Dépositaire,
Directeur du contrôle dépositaire,
Société Générale</p> | <p>9
La gestion des flux et stocks OPC
<i>Julien CUMINET</i>
Animateur du groupe de travail
Flux et Stocks OPC,
Head of Asset and Fund Services
France, BNP Paribas Securities Services</p> |
|-----------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

Éditorial

Les métiers liés à la gestion d'actifs sont relativement récents dans l'histoire des activités titres des banques.

C'est en effet la première directive OPCVM 85/711 du 20/12/1985 qui officialise le rôle du dépositaire.

Traduit en droit français par la Loi du 23/12/1988, ce texte reste toutefois laconique sur l'organisation et les fonctions du Dépositaire d'OPCVM. C'est pourquoi la Commission des opérations de Bourse, l'ancêtre de l'Autorité des marchés financiers a publié le 9/11/1993 une instruction qui précise les missions et moyens du Dépositaire au plan national.

Au plan européen, il faudra attendre la directive AIFM 2011/61 pour que soient enfin définis le statut et les missions du Dépositaire, et que soit rendue obligatoire la désignation d'un Dépositaire pour chaque fonds.

Symétriquement à AIFM, et s'agissant des OPCVM, la directive UCITS V 2014/91 introduit de nouvelles règles sur la responsabilité des dépositaires d'OPCVM. Ce fut un long et assez rude combat pour installer durablement le dépositaire dans le paysage. Personne n'aurait aujourd'hui l'idée de revenir sur le rôle de cet intervenant majeur pour la sécurité des actifs financiers, d'autant que le Dépositaire ne fait pas un métier de tout repos ni exempt de risques et de responsabilités.

D'autres activités ont vu le jour pour le post-marché avec l'administration de fonds, devenue un métier à part entière et confronté à des problématiques de plus en plus complexes.

La gestion d'actifs, c'est aussi le traitement du passif des OPC, dont l'automatisation est une priorité de longue date de l'AFTI, comme en témoignent les travaux de 2004-2005 conduits

à notre demande et qui mettait en évidence la nécessaire modernisation de ce segment. Beaucoup a été fait depuis. Il nous faut poursuivre pour parvenir un jour à un degré d'automatisation du même niveau que la filière Bourse. Nous consacrons beaucoup de moyens à la gestion d'actifs, particulièrement dans la période récente avec la mise en œuvre de la directive AIFM, qui restera comme l'un de nos principaux chantiers.

Dans ce cadre général, les responsables des groupes de travail Dépositaire, Administration de fonds et Flux et Stocks OPC de l'AFTI font le point sur leurs priorités et leurs réalisations. ■

Marcel RONCIN
Président de l'AFTI

L'administration de fonds

Carine ECHELARD

Animatrice du groupe de travail Administration de fonds
 Directeur général, CACEIS Bank France et CACEIS Fund Administration

La plaquette « Propulser vos idées », réalisée dans le cadre du Paris Fund Industry et disponible sur le site Internet de l'AFTI, résume les activités réalisées pour le compte des investisseurs institutionnels et des sociétés de gestion. L'administrateur de fonds assure des prestations pour le compte des sociétés de gestion telles que la valorisation de portefeuilles institutionnels, le calcul de la valeur liquidative d'OPCVM et la mise à disposition d'outils leur permettant de vérifier les ratios réglementaires ou statutaires. Il réalise également des reportings réglementaires, des reportings financiers, des calculs de compteurs fiscaux pour accompagner les sociétés de gestion dans le cadre de la distribution transfrontière.

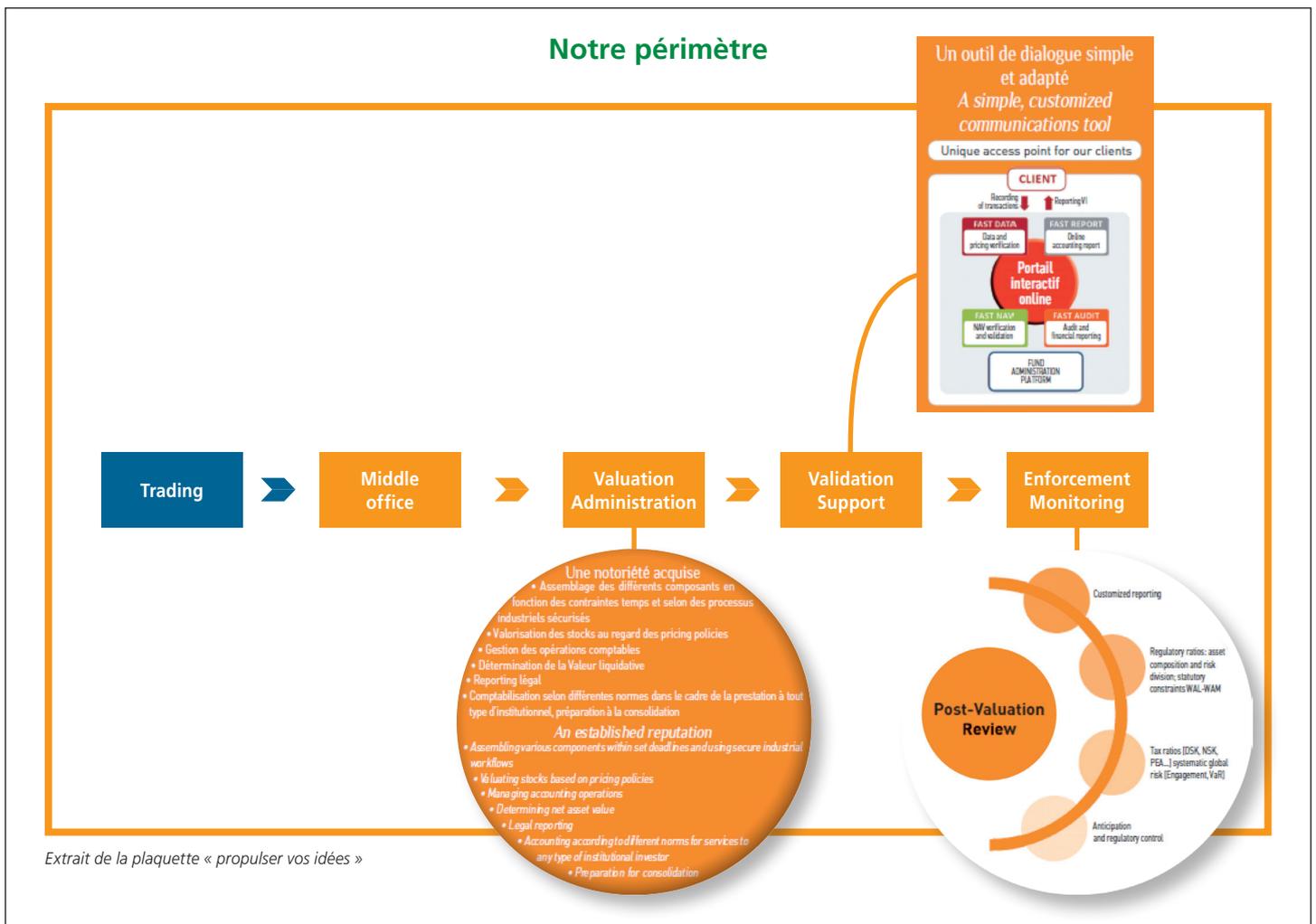
Travaux sur les impacts de l'actualité réglementaire

Pour la troisième année consécutive, la directive AIFM (Alternative Investment Fund Managers) a fortement mobilisé le groupe Administration de fonds. Le groupe a finalisé la rédaction de la *Charte d'exercice professionnel de l'Expert Externe en Évaluation (EEE)*. Le groupe s'est focalisé ensuite sur les trois thèmes suivants : le reporting au régulateur qui doit être réalisé par les sociétés de gestion, la mise en place d'un fichier de suspens destiné aux dépositaires des fonds leur permettant de contrôler les flux cash des AIFs (*cash monitoring*) et les rapports annuels qui doivent tenir compte de l'évolution

du plan de comptes des OPC pour distinguer les AIFs des UCITS.

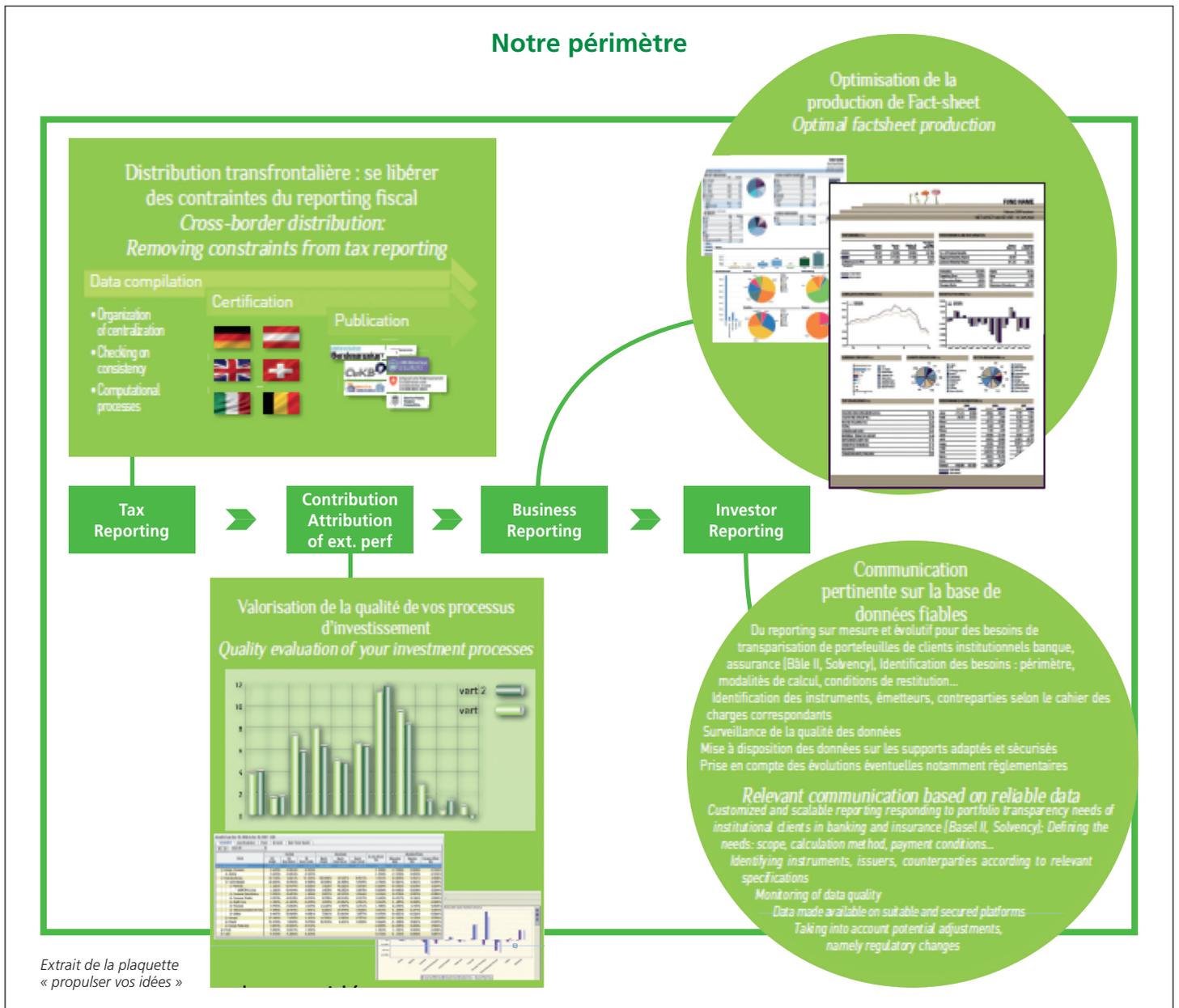
Reporting au régulateur

Il s'agit d'une prestation modulaire que proposent les administrateurs de fonds aux sociétés de gestion, qui va de la fourniture simple de données comptables à la production complète du reporting. En fonction de la prestation retenue, l'Administrateur de Fonds a des échanges d'informations avec les sociétés de gestion sur les données, soit à transmettre, soit à récupérer, pour la réalisation de ce reporting. Il arrive souvent que les sociétés de gestion mandatent un seul prestataire pour l'ensemble de leurs fonds,



L'administration de fonds

Notre périmètre



ce qui veut dire que celui-ci doit pouvoir récupérer l'ensemble des inventaires de tous les prestataires et les intégrer dans son propre outil afin de réaliser le reporting. Ce qui peut paraître a priori simple se complexifie rapidement parce que, même si un certain nombre de prestataires utilisent des outils communs, ils n'ont pas forcément normé les instruments de la même façon.

Un sous-groupe de travail a été constitué pour identifier les champs qui pouvaient prêter à plusieurs interprétations. Cet exercice a été réalisé globalement et a permis de proposer

des définitions concertées pour ces champs, en cohérence avec les retours des régulateurs des différents pays de l'Union européenne. Là aussi, nous avons rencontré quelques difficultés dans la mesure où certaines autorités de tutelle n'étant pas en phase avec certaines définitions, elles ont répondu tardivement aux questions qu'on pouvait se poser. Le sous-groupe de travail a ensuite validé ces propositions avec le groupe de travail de l'Association Française de la Gestion financière (AFG) et transmis le résultat à l'Autorité des marchés financiers (AMF).

Cash monitoring

Il s'agit d'une demande des dépositaires de recevoir un fichier normé des suspens cash sur l'ensemble des comptes espèces ouverts au nom de l'AIF. Un sous-groupe de travail a été constitué pour comparer les fichiers existants déjà échangés entre les prestataires et les sociétés de gestion puis identifier les champs nécessaires et le format de fichier associé. Ces travaux ont été menés en coordination avec les dépositaires pour s'assurer que les données mises à leur disposition répondaient bien à leurs

L'administration de fonds

attentes et pour valider le format et les modalités de transmission de ce fichier.

Rapports annuels

L'Autorité des normes comptables (ANC) a fait évoluer son plan comptable des OCPCM pour intégrer la notion d'AIF dans les comptes annuels, en octobre 2014. Cette fois, la difficulté rencontrée consistait dans le retraitement des comptes de l'année N-1. Des échanges ont eu lieu sur ce sujet afin de définir une position commune vis-à-vis des commissaires aux comptes. On s'est finalement mis d'accord sur le fait que le retraitement de l'année N-1 ne serait pas pertinent alors même que l'on rencontrait des difficultés pour l'année courante dans la mesure où, les gestionnaires de FIA ayant jusqu'au 22 juillet 2014 pour demander leur agrément auprès de l'Autorité des marchés financiers (AMF), beaucoup d'entre eux l'ont fait tardivement.

Quoi qu'il en soit, nous avons fait en sorte que les comptes annuels soient modifiés dans les temps et ce, malgré les difficultés rencontrées pour récupérer les données et les intégrer dans nos outils pour ensuite éclater ces données dans les comptes annuels.

Solvency II

Dans le cadre de Solvency II, nous sommes conduits à fournir aux compagnies d'assurances un reporting réglementaire comprenant les inventaires transparisés, enrichis de données référentiels nécessaires au calcul du SCR (Solvency Capital). La transparisation consiste à remplacer chaque ligne de fonds présente dans un inventaire par le contenu de ce fonds.

Il s'agit là encore d'une prestation modulable. Nous pouvons produire des inventaires pour des institutionnels après accord de la société de gestion et procéder également à la transparisation de tous les OPCVM détenus dans ces inventaires. On peut enfin effectuer le calcul du SCR.

Il peut s'agir aussi d'une prestation centralisée auprès d'un prestataire qui doit pouvoir récupérer l'ensemble des inventaires d'un institutionnel ainsi que des données référentiels ayant

permis de constituer ces inventaires et ce, quel que soit le valorisateur.

La problématique rencontrée concernait surtout les instruments non cotés (swap, prêt/emprunt, pension...) pour lesquels il a fallu définir les données nécessaires pour permettre aux prestataires de récupérer et de retransmettre la totalité des informations dans le cadre d'une prestation centralisée. Une seconde problématique consistait à fournir des données référentiels homogènes et autorisées. Pour cela, il a fallu s'accorder sur les données qu'on pouvait ou non retransmettre en fonction de leur typologie.

Pour répondre à ces problématiques, un sous-groupe de travail a été constitué pour clarifier et valider le format du fichier. Nous sommes partis sur la base du format Ampère¹, que nous avons fait évoluer pour prendre en compte des données considérées comme importantes à transmettre.

Travaux sur les impacts de l'actualité des marchés

Guide technique relatif à l'application de méthodes anti-dilutives

Dans le cadre des travaux de compétitivité de la Place de Paris, l'Autorité des marchés financiers (AMF) a souhaité autoriser l'utilisation de ces méthodes, dites anti-dilutives, qui existaient déjà depuis plusieurs années dans d'autres pays. Pour cela, elle a chargé l'Association Française de la Gestion financière (AFG) d'en définir les règles de fonctionnement dans une *Charte de bonne conduite pour le Swing Pricing et les droits d'entrée et de sortie ajustables acquis aux fonds* dont la publication le 24 juin 2014, a entraîné l'autorisation de cette pratique en France.

L'AFTI, au travers du groupe Administration de fonds, a souhaité accompagner la Place sur le déploiement opérationnel de ces méthodes anti-dilutives en rédigeant un *Guide technique relatif à l'application de méthodes anti-dilutives*.

Les porteurs qui souscrivent ou qui rachètent, impactent l'actif du fonds en provoquant des

investissements ou des désinvestissements. Ces mouvements de souscription/rachat génèrent des coûts de réaménagement de différente nature : courtages, coûts de liquidité et taxes. Comment répartir ces coûts en sachant que les porteurs présents n'ont pas forcément besoin de faire évoluer l'actif du fonds ?

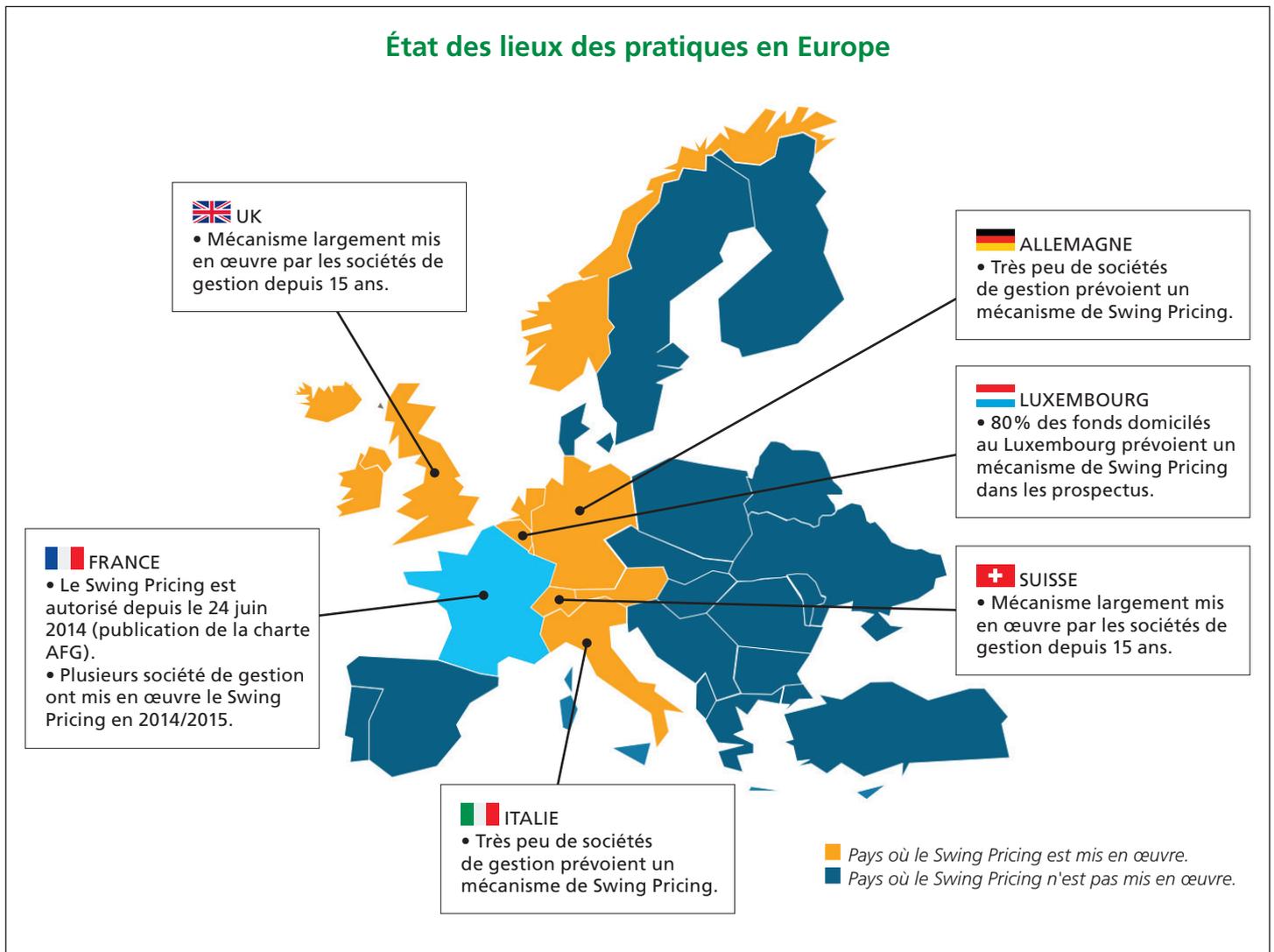
Dans le cadre des méthodes historiques, soit les coûts générés sont supportés par les entrants et les sortants qui paient des droits d'entrée et des droits de sortie forfaitaires, soit ils sont supportés par le fonds lorsque les entrants et les sortants ne paient ni droit d'entrée, ni droit de sortie. Dans ce cas-là, les coûts viennent diminuer la performance du fonds et par conséquent, ce sont bien les porteurs présents dans le fonds qui les supportent.

Les nouvelles méthodes ont pour objectif de protéger les porteurs présents dans le fonds. Avec la première méthode, dite avec droits d'entrée et de sortie ajustables, nous avons un ajustement des droits par compensation des souscriptions et des rachats, c'est-à-dire que nous appliquons des droits en fonction du montant net à investir ou à désinvestir. Le coût de réaménagement reste néanmoins supporté par les entrants et les sortants après *netting*. Avec le *Swing Pricing*, la seconde méthode, le coût de réaménagement est supporté par le fonds avec un ajustement à la hausse de la valeur liquidative (respectivement à la baisse) si le solde net des souscriptions et des rachats est positif (respectivement négatif). Il existe deux variantes pour chaque méthode ainsi que la possibilité de mettre en place des seuils de déclenchement.

La méthode du *Swing Pricing* est la plus utilisée. Elle permet pour les fonds existants sans droit d'entrée et de sortie d'améliorer la performance du fonds sans introduire de frais. En d'autres termes, il s'agit d'une intériorisation du coût de réaménagement qui est supporté par les porteurs qui entrent ou sortent du fonds. Elle permet pour les fonds existants avec droits d'entrée et de sortie de ne plus afficher de droits sans pour autant diluer la performance du fonds. Elle permet enfin pour tous les fonds une prise en compte possible des coûts de liquidité des actifs détenus et la possibilité de raisonner en coûts réels et non plus forfaitaires.

¹ Format d'échange de données permettant de communiquer en utilisant le même langage et permettant d'agréger les données.

L'administration de fonds



Parmi les pays européens dont les sociétés de gestion ont largement mis en œuvre un mécanisme de Swing Pricing, on trouve le Luxembourg, le Royaume-Uni et la Suisse. En revanche, elles sont peu nombreuses à prévoir ce mécanisme dans des pays comme l'Allemagne et l'Italie. En France, le Swing Pricing est autorisé depuis le 24 juin 2014, date de publication de la Charte AFG. On estime que 80 % des fonds domiciliés au Luxembourg prévoient un mécanisme de Swing Pricing dans leur prospectus. Pourtant, à y regarder de plus près, on constate que ce mécanisme est très peu utilisé par les gérants qui réservent son utilisation lors de situations « difficiles » telles que des rachats massifs.

La méthode avec droits d'entrée et de sortie ajustables améliore la méthode historique en ne

prélevant que le montant strictement nécessaire au réaménagement du fonds. Elle minimise les droits d'entrée et de sortie lorsqu'ils existent et assure une réelle égalité entre des porteurs qui entrent, qui sortent ou qui sont déjà présents dans le fonds. Cette méthode est aujourd'hui très peu utilisée en raison de ses inconvénients. En effet, elle continue d'afficher des droits d'entrée et de sortie ce qui est inévitablement mal perçu commercialement. Elle est également problématique pour les gestionnaires de passif qui doivent récupérer une donnée variable non paramétrée dans leurs outils. Autrement dit, ils doivent récupérer le taux qui va être appliqué, pour le transmettre aux teneurs de comptes externes afin que ces derniers puissent l'appliquer à leur tour à leurs porteurs qui entrent ou sortent du fonds.

La méthode du Swing Pricing avec repricing est fondée sur une revalorisation de tout le portefeuille (cours acheteurs ou cours vendeurs). L'objectif est de valoriser le fonds avec des cours acheteurs lorsque les souscriptions sont majoritaires et avec des cours vendeurs lorsque les rachats sont majoritaires. Cette méthode présente l'avantage d'être complètement transparente dans le calcul de l'ajustement. Elle est adaptée aux fonds dont les coûts de transactions des titres sont intégrés aux prix. En revanche, elle présente une lourdeur dans la gestion des référentiels *bid/ask*. En outre, l'absence d'extériorisation claire de la valeur liquidative « non swinguée », n'est pas sans poser de problèmes de contrôle et de calcul de la commission de surperformance.

L'administration de fonds

La méthode préconisée par l'AFTI est celle du Swing Pricing avec swing factor fondée sur l'application d'un facteur correctif (le swing factor) sur la valeur liquidative. Lorsque la société de gestion est informée par le gestionnaire du passif du montant net des souscriptions/rachats, elle va alors décider d'appliquer le swing factor qu'elle communiquera ensuite au valorisateur pour que ce dernier ajuste la valeur liquidative, soit à la hausse si le solde net des souscriptions/rachats est positif, soit à la baisse si le solde net des souscriptions/rachats est négatif. Le swing factor s'assimile sur le plan technique à un forçage de la valeur liquidative. Il se traduit comptablement par une écriture qui permet aux commissaires aux comptes de vérifier que la méthode est correctement appliquée. Le swing factor est facile à mettre en œuvre et permet de prendre en compte toutes les natures de coûts : courtages, coûts de la liquidité et taxes. En contrepartie, la société de gestion va devoir justifier la valeur du swing factor qu'elle communique à l'administrateur de fonds.

Le recours aux méthodes anti-dilutives ne devrait pas être systématique mais résulter d'une étude préalable pour s'assurer de leur pertinence, les méthodes actuelles n'ayant pas vocation à disparaître. Le *Guide technique relatif à l'application de méthodes anti-dilutives* publié par l'AFTI, donne quelques recommandations. Le choix de la méthode doit prendre en compte les spécificités et les contraintes liées à la nature des investissements ainsi qu'au type de circuit de distribution. La méthode du Swing Pricing avec swing factor apparaît comme la méthode à privilégier car d'une part, elle présente le moins de contraintes techniques, et d'autre part, elle génère le moins de risque opérationnel. Enfin, l'application d'une méthode anti-dilutive doit être pérenne et revue de façon régulière. Ce guide est disponible sur le site Internet de l'AFTI.

Taux d'intérêt négatifs

Le groupe de travail Administration de fonds a également vocation à partager des problématiques communes avec l'ensemble de ses membres, à faire des propositions et trouver des solutions qui pourront être déployées de façon uniforme. Dans ce cadre, des travaux ont été menés sur la gestion des instruments émis avec un taux négatif, la gestion des cessions temporaires et des contrats OTC avec rémuné-

ration négative (dont collatéral) ainsi que sur les impacts sur les schémas comptables associés et sur les comptes de résultat. Des règles communes ont ainsi pu être adoptées.

Le règlement EMIR (European Market and Infrastructure Regulation)

L'obligation de compensation centrale des dérivés OTC a généré des flux supplémentaires qu'il a fallu intégrer dans nos outils en termes de volumétrie et de rapprochement. Les questions qui se sont posées concernent la valorisation des portefeuilles à partir des cours de compensation et les modalités de récupération de ces cours de compensation. En effet, contrairement aux produits dérivés listés pour lesquels nous disposons d'outils autonomes, nous devons récupérer de la part de nos clients et des chambres de compensation qu'ils utilisent, les données (marges et collatéral associé) afin de les intégrer dans les systèmes comptables.

Nouveaux sujets en 2016

Common Reporting Standard (CRS) de l'OCDE

La mise en œuvre du Common Reporting Standard (CRS) de l'OCDE crée une incertitude sur le TIS européen qui devrait disparaître. En revanche, les TIS locaux devraient rester voire se multiplier. Nous sommes encore en attente de voir quels seront les impacts concrets sur les calculs que l'on effectue pour le compte de nos clients.

Long Term Investment Funds (LTIF)

Les textes sont disponibles et les travaux ont commencé sur ce sujet.

Transparence et affichage des coûts

Les travaux ont déjà commencé et devraient s'intensifier en 2016. Dans le cadre du règlement PRIIPs, ces travaux portent sur l'affichage de certains coûts que les autorités veulent voir figurer dans les documents d'information remis aux investisseurs. Par exemple, on devrait être en mesure de prévoir la performance du fonds afin d'afficher les commissions de surperformance. Quoi qu'il en soit, les discussions vont se pour-

suivre pour faire en sorte que les demandes restent raisonnables. Pour ces travaux, la question se pose de savoir si on ne pourrait pas s'inspirer du modèle mis en place pour les OPCVM.

Guide technique Commissions de surperformance

Après le Guide technique relatif à l'application de méthodes anti-dilutives, le groupe Administration de fonds a décidé de rédiger un nouveau guide consacré aux commissions de surperformance. Il s'agit, en effet, d'un sujet sensible qui soulève beaucoup de questions sur les différentes méthodes utilisées. L'objectif de ce guide est de définir les termes, de normaliser les méthodes et de traiter des cas spécifiques notamment, en cas de changement en cours d'exercice. Il n'a pas vocation à imposer une méthode en particulier, mais à décrire les cinq méthodes les plus couramment utilisées, afin de disposer de commissions de surperformance qui soient calculées de façon homogène.

Les thèmes évoqués précédemment vont continuer à mobiliser le groupe Administration de fonds en 2016. En effet, dans le cadre de la directive AIFM, on transmet de plus en plus d'informations qui remontent au niveau des autorités européennes, lesquelles devraient faire des retours sur les ajustements nécessaires à faire.

Tous ces travaux ne pourraient bien sûr pas être menés sans les membres du groupe Administration de fonds et leurs collègues dans les différents établissements, qui portent haut et fort les couleurs de l'AFTI, qu'ils en soient remerciés! ■

Le dépositaire

Michèle BESSE

Animatrice du groupe de travail Dépositaire

Directeur du contrôle dépositaire, Société Générale

Réalisations 2014/2015

Les trois modèles de guide des bonnes pratiques

Deux guides ont été élaborés par le groupe Dépositaire de l'AFTI en collaboration avec l'Association Française de la Gestion financière (AFG) et, pour le premier², l'Association Française des Investisseurs pour la Croissance (AFIC). Pour le second³, nous avons travaillé avec l'Association française des Sociétés de Placement Immobilier (ASPIIM). Ces guides présentent un cadre de référence en vue de faciliter l'entrée en relation et les échanges entre les sociétés de gestion intervenant dans le domaine du capital-investissement pour le premier et, dans le domaine de l'investissement immobilier pour le second. Ils ont permis de démystifier les attentes et les contraintes de chacun de ces deux acteurs dans leur domaine respectif et de répondre aux questions pratiques de ces derniers dans le cadre de leurs échanges réguliers avec le dépositaire. Quant au troisième guide, le *Guide des bonnes pratiques du dépositaire*, il a été mis à jour pour tenir compte de l'évolution de la réglementation.

Ces guides de bonnes pratiques ne sont en aucune façon une norme professionnelle. Ils se présentent sous la forme de fiches pratiques thématiques et d'un lexique qui permet aux différents acteurs d'appréhender le vocabulaire propre au métier du dépositaire et ainsi mieux se comprendre les uns et les autres. Ces fiches prennent en compte les évolutions récentes liées à la transposition de la directive AIFM (Alternative Investment Fund Managers) et feront l'objet de mises à jour régulières en fonction des évolutions réglementaires et des pratiques des professionnels. Le groupe Dépositaire a d'ores et déjà prévu de revoir en avril 2016 le *Guide des bonnes pratiques du dépositaire* pour tenir compte des impacts éventuels de la directive UCITS V.

Ces guides ont été soumis à la validation des conseils d'administration des associations pro-

fessionnelles concernées et ont été présentés à l'Autorité des marchés financiers (AMF).

Les trois modèles d'architecture de convention dépositaire

Le modèle UCITS mis en place en novembre 2011 avec l'Association Française de la Gestion financière (AFG) a été le socle des réflexions menées au sein du groupe Dépositaire. Il a permis la création d'un modèle FIA à vocation générale et capital-investissement et de deux modèles spécifiques l'un applicable aux FIA immobiliers, l'autre aux FIA forestiers et fonciers agricoles. Pour ce dernier, l'AFTI a travaillé avec l'Association des Sociétés et Groupements Fonciers et Forestiers (ASFFOR).

Ces modèles intègrent l'ensemble des obligations liées à la directive AIFM. Comme les guides, ils ne constituent pas une norme professionnelle. Il s'agit de modèles d'architecture de convention qui sont revus par les sociétés de gestion et les dépositaires, d'une part, en fonction des caractéristiques des établissements et des éventuels liens liant les uns et les autres, d'autre part, en fonction des caractéristiques propres aux différents FIA. Ils présentent un cadre général de référence incluant une offre de services optionnels.

De la même façon, ces modèles feront l'objet de mises à jour régulières en fonction des évolutions de la réglementation. Ils ont également été présentés à l'Autorité des marchés financiers (AMF) qui a proposé quelques modifications qui ont été prises en compte.

Modèle de fichier d'échange d'information entre administrateur de fonds et dépositaire pour le cash monitoring

La directive AIFM et le règlement (UE) n° 231/2013 ont créé de nouvelles obligations pour le dépositaire en imposant un suivi des flux de liquidités des fonds d'investissement alter-

natifs (FIA). Dans son article 86, le règlement prévoit que « le dépositaire garantit un suivi efficace et adéquat des flux de liquidités du FIA » en mettant en œuvre « des procédures efficaces et adéquates pour effectuer le rapprochement de tous les mouvements de liquidités, au moins quotidiennement ou, si les mouvements de liquidités sont peu fréquents, lors de chaque mouvement ».

Des travaux ont été menés au sein d'un groupe de travail qui a réuni les administrateurs de fonds et les dépositaires. Les discussions ont été longues et intenses pour trouver une solution pragmatique qui permette aux dépositaires de ne pas effectuer eux-mêmes le rapprochement dans la mesure où celui-ci était déjà réalisé par les administrateurs de fonds. Pour cela, les groupes Dépositaires et Administration de fonds ont élaboré un modèle de fichier standard qui permet, d'une part, aux administrateurs de fonds quel que soit le nombre de dépositaires avec lesquels ils travaillent d'avoir un seul modèle de fichier à développer, et d'autre part, aux dépositaires d'avoir un seul modèle de fichier à intégrer dans leurs outils. Ces travaux ont été présentés à l'Autorité des marchés financiers (AMF) qui les a approuvés.

Analyse de la mise en place du Swing Pricing

La mise en place du Swing Pricing par les sociétés de gestion a fait germer dans la tête des dépositaires la mise en place d'un nouveau contrôle. Suite aux échanges et aux confrontations avec les administrateurs de fonds, le groupe Dépositaire a établi une procédure de contrôle qui repose sur la vérification de la présence de cette notion dans le prospectus d'émission et sur la fourniture par les sociétés de gestion de la politique de Swing Pricing concernée et, en cas d'activation du processus, du procès-verbal de décision. À l'appui de ces documents, les dépositaires réaliseront un contrôle de cohérence des données.

² Guide de bonnes pratiques sur les relations entre le dépositaire et les sociétés de gestion intervenant dans le domaine du capital-investissement.
³ Guide de bonnes pratiques sur les relations entre le dépositaire et les sociétés de gestion intervenant dans le domaine de l'immobilier.

Le dépositaire

Sujets en cours d'étude

Les impacts de niveaux 1 et 2 de la directive UCITS V

L'un des sujets qui va mobiliser le groupe Dépositaire pendant toute cette année et ce, jusqu'en septembre 2016, est la directive UCITS V. C'est pourquoi, un groupe de travail spécifique a été mis en place pour analyser les impacts de cette directive sans attendre la publication officielle des mesures de niveau 2 dont la version validée par le Conseil et le Parlement européen est attendue pour fin 2015/début 2016.

Le groupe de travail a identifié dix sujets qu'il estime devoir impacter le dépositaire. Pour chacun d'eux, il s'assure de la bonne compréhension des textes ce qui n'est pas toujours une chose facile, et le considère soit comme un nouveau sujet à traiter, soit comme une mise à jour à effectuer.

À titre d'exemple, on peut citer les impacts de la loi sur la faillite sur la responsabilité du dépositaire et le besoin d'avoir un *independent legal advice* dont on ignore exactement le contenu et les modalités de prise en charge – sous-conservateur ou dépositaire. À première vue, cela peut être considéré comme étant un détail mais dans la pratique, il s'agit bien souvent de nouvelles obligations qui vont s'imposer au dépositaire. L'objectif final sera de mettre à jour le Guide de bonnes pratiques du dépositaire ainsi que le modèle d'architecture de convention dépositaire des OPCVM.

Les travaux sur les organismes de titrisation avec le Comité de Place « Paris 2020 »

Autre sujet qui va mobiliser le groupe Dépositaire cette année : la titrisation. Avec Paris EUROPLACE, l'AFTI a déjà produit une note de synthèse dont l'objectif est de mettre en avant la qualité de la titrisation en France. Les parties prenantes sont arrivées à un accord sur un certain nombre de propositions.

En ce qui concerne le dépositaire, il a été évoqué le besoin de disposer d'un socle réglementaire spécifique aux organismes de titrisation (OT). De même, le système de co-fondation par la société de gestion et le dépositaire, et la fonction de conservateur et de contrôle de régularité des décisions de gestion sont des thèmes qui ont été également débattus. Le souhait du groupe de travail est d'obtenir une définition claire de la responsabilité du dépositaire, de celle de la société de gestion et du recouvreur.

Il est également apparu nécessaire de mettre en place un modèle d'architecture de convention dépositaire spécifique à ces produits.

Cette note de synthèse a été adressée au Comité de Place « Paris 2020 » fin juillet. Sans attendre leur retour d'information, il a été décidé avec Paris EUROPLACE de constituer un groupe de travail spécifique sur ce thème, dans le but de proposer des orientations pouvant être mises en place.

FATCA et ses impacts sur les obligations du dépositaire et le prospectus

À la suite de la mise en place du Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA), il est essentiel d'en analyser les impacts pour le dépositaire.

Plusieurs demandes de l'Association Française de la Gestion financière (AFG) suite à la mise en œuvre de cette nouvelle réglementation, ont été adressées à l'AFTI, demandes à inclure au sein de la convention dépositaire.

Les articles faisant débat entre les deux associations concernent un engagement de la part du dépositaire de vérifier le statut FATCA de ses sous-conservateurs et de fournir la preuve de son statut FATCA, en tant que délégataire de la fonction de teneur de compte émetteur, sans qu'aucune obligation nouvelle ne soit imposée aux sociétés de gestion.

Un autre point de divergence concerne le fait de pouvoir ou non indiquer dans le prospectus l'interdiction du nominatif pur. Si la réponse est positive, alors se poserait la question de savoir si

la responsabilité du contrôle incombe au teneur de compte ou à la société de gestion. Quoiqu'il en soit, cette étude n'en est qu'à son commencement.

Le règlement EMIR et ses impacts sur le collatéral et le risque de contrepartie

Dans le cadre du règlement EMIR (European Market and Infrastructure Regulation), le groupe Dépositaire a décidé de concentrer son étude sur la gestion du collatéral et sur les impacts du collatéral reçu ou versé par un OPC sur les contrôles de ratios et des risques associés.

Les autres sujets abordés par le groupe Dépositaire sont :

- le réinvestissement obligatoire du collatéral cash reçu. En effet comment vérifier son réinvestissement et ce, dans les titres autorisés ?
- la différence faite entre « excellente qualité » utilisée pour les UCITS et « haute qualité » pour les FIA ;
- les critères d'éligibilité du collatéral reçu en déduction du risque de contrepartie pour les FIA ;
- le régime de ségrégation du collatéral versé et le risque de contrepartie afférent (EMIR) au regard du mode de ségrégation proposé par le clearing member ;
- et enfin l'application d'une limite de 10 % sur les chambres de compensation non soumises à une limite aujourd'hui.

Aujourd'hui, le groupe Dépositaire est dans l'attente d'une publication complémentaire de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF ou ESMA selon l'acronyme anglais) pour finaliser cette étude.

L'année 2014/2015 a été très riche en événements et sujets à traiter pour le groupe Dépositaire. Les années qui viennent ne s'annoncent pas moins passionnantes avec des sujets aussi importants que la directive UCITS V et le règlement EMIR. Mais il convient de rester attentif à l'ensemble des consultations à venir et pour n'en citer qu'une seule, celle relative à ce nouveau véhicule que sont les Fonds européens d'investissement long terme (FEILT). ■

La gestion des flux et stocks OPC

Julien CUMINET

Animateur du groupe de travail Flux et Stocks OPC

Head of Asset and Fund Services France, BNP Paribas Securities Services

Après la comptabilisation et le contrôle dépositaire, nous allons nous intéresser au passif avec les travaux du groupe Flux et Stocks OPC. Les travaux de cette année ont porté sur la directive AIFM et le rôle du centralisateur, sur la directive MIF ainsi que sur le règlement européen sur les dépositaires centraux de titres (CSDR). Ils ont également porté sur la promotion du modèle français, au travers de la Charte des bonnes pratiques professionnelles de la Centralisation d'OPC et d'une plaquette de présentation de ce modèle. D'autres travaux ont été menés dans le cadre de la solution de passation d'ordres sur OPC via la plateforme d'Euronext, de la mise à jour du référentiel BIC/BIC 1 et de la mise en œuvre de Target 2 Securities (T2S) et de ses

impacts sur les fonds, sous-jacents auxquels on ne pense pas forcément quand on parle de T2S.

Charte des bonnes pratiques professionnelles de la Centralisation d'OPC

L'AFTI a souhaité par cette charte rassembler les bonnes pratiques du centralisateur et de l'émetteur d'ordres dans le cadre de la gestion du passif des OPC. À ce jour, vingt établissements ont signé cette charte.

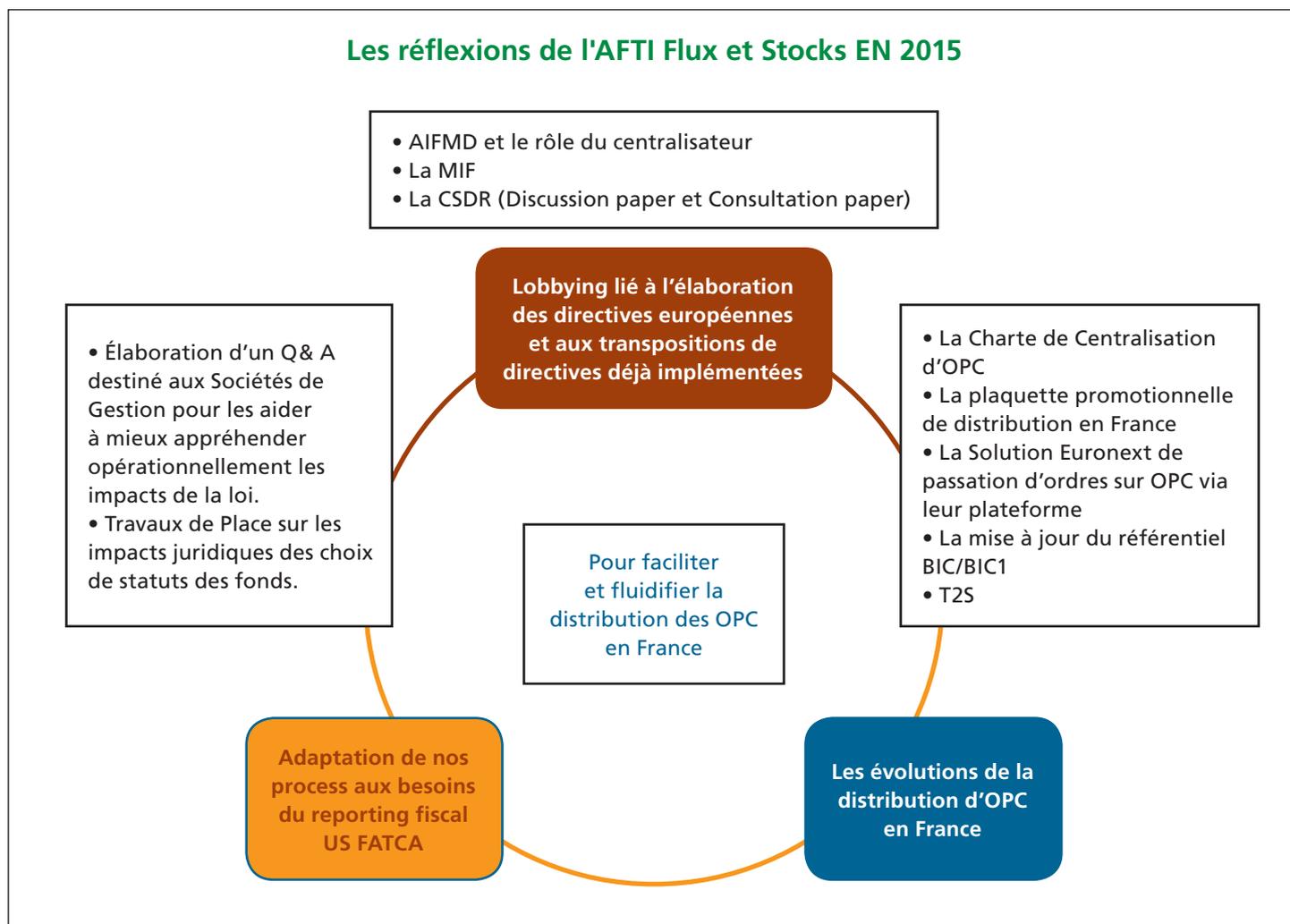
Le périmètre de cette charte couvre :

- l'ensemble des acteurs concernés par la pas-

sation des ordres de souscription et de rachat qu'il s'agisse des donneurs d'ordres ou des centralisateurs ;

- toutes les catégories d'OPC français mais également étrangers ;
- tous les types d'ordres de souscription et de rachat : souscription et rachat sans spécificité, ordres spécifiques sur fonds français (réinvestissement, à préavis, aller-retour), ordres en devises et ordres en montants ;
- l'ensemble des processus, de la passation de l'ordre au règlement/livraison ;
- et le point certainement le plus important de cette charte, la définition des responsabilités des acteurs en cas d'erreur lors de la passation des ordres.

Les réflexions de l'AFTI Flux et Stocks EN 2015



La gestion des flux et stocks OPC

Principales nouveautés de la version 5

La première et certainement la plus grande avancée de cette charte est la définition des responsabilités des acteurs en cas d'erreur dans la passation des ordres. Les règles applicables dans onze cas de figures ont été précisées en fonction des différents types d'erreurs. À titre d'exemple, lorsque l'émetteur d'ordres s'est annoncé correctement, que le centralisateur a saisi incorrectement l'ordre dans son système et qu'il a répété l'ordre au téléphone sans que l'émetteur d'ordres ne décèle l'erreur, le groupe Flux et Stocks considère que dans ce cas, le centralisateur est responsable à 75 % de l'erreur et que l'émetteur d'ordres est responsable à hauteur de 25 %. Autre exemple, lorsqu'un ordre est émis en double après un incident de plateforme sans que le centralisateur ne décèle ce doublon, le groupe considère que dans ce cas, la respon-

sabilité incombe exclusivement au centralisateur qui doit contrôler les références après la reprise du système.

Deuxième avancée : pour les ordres tardifs techniques, le groupe Flux et Stocks a essayé de normaliser les échanges entre les acteurs, notamment suite aux demandes d'accord auprès des RCCI des sociétés de gestion.

Troisième avancée : pour les règlements/livraisons tardifs, par exemple dans le cas de la diffusion tardive de la valeur liquidative, le groupe Flux et Stocks a défini une règle automatique de report au prochain jour ouvré de règlement/livraison pour éviter des rejets et des pénalités liées au non-dénouement.

Quatrième avancée : afin d'éviter les communications multilatérales en cas de changement de centralisateur, le groupe Flux et Stocks a chargé

Euroclear France de publier un communiqué précisant les modalités de ce changement.

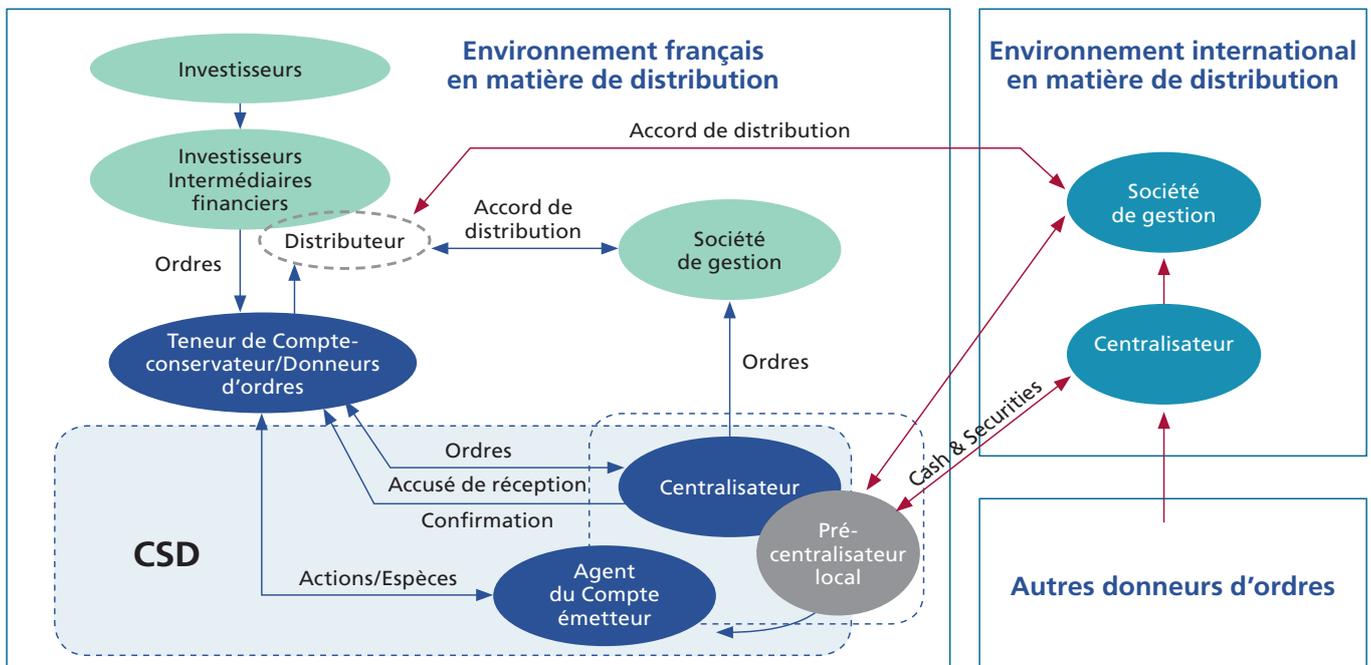
Cinquième et dernière avancée : l'enrichissement d'un fichier « référentiel valeurs » échangé chaque mois, entre les teneurs de comptes conservateurs et les centralisateurs signataires de la charte, qui reprend des données importantes pour chaque fonds sur la valeur liquidative, le cut-off, la date de dénouement, etc.

Le modèle CSD français : un nouveau canal de distribution pour les OPC en Europe

Le groupe Flux et Stocks a décidé de promouvoir le modèle CSD français de distribution de fonds. Dans un contexte de globalisation où les frontières tombent, nous pensons que le modèle

Plaquette promotionnelle de distribution des OPC en France

Le modèle CSD français : un canal de distribution efficace pour les OPC



UN MODÈLE OFFRANT AUX SOCIÉTÉS DE GESTION SÉCURITÉ ET AUTOMATISATION VIA DES INTERMÉDIAIRES FINANCIERS

La gestion des flux et stocks OPC

CSD français présente de grands atouts. Il ne cannibalise pas le modèle luxembourgeois de centralisation directe dans les registres du fonds. Au contraire, ces deux modèles sont complémentaires. C'est pourquoi nous avons voulu mettre en avant les nombreux avantages du modèle CSD français de distribution de fonds, en réalisant une plaquette de présentation destinée aux *asset managers* étrangers qui souhaitent distribuer leurs OPC en France. Il s'agit d'un enjeu également partagé sur la Place de Paris et qui est couvert par les travaux du Comité de Place « Paris 2020 » dans un cadre européen.

Les investisseurs passent par des intermédiaires financiers ou par des distributeurs qui assurent la commercialisation des OPC. C'est le teneur de compte qui va transmettre les ordres au centralisateur, il s'agit là d'une spécificité française. La société de gestion assure la gestion financière ainsi que la gestion administrative et comptable des OPC. L'administrateur de fonds tient la comptabilité de l'OPC lorsqu'elle lui a été déléguée. Ce modèle est organisé autour d'Euroclear France, le dépositaire central de titres national. Pour la distribution des fonds étrangers, un pré-centralisateur ou *local TA* représente le centralisateur étranger du fonds en France.

Le modèle CSD français de distribution de fonds présente sept atouts :

- une réduction des coûts par rapport aux autres modèles de support à la distribution de fonds liée à l'automatisation de la transmission des données ;
- un routage des ordres automatisé qui repose sur les services d'Euroclear France ;
- un dénouement sécurisé et en temps réel ;
- un canal supplémentaire support à la distribution d'OPC avec une « offre » très large de près de 20000 OPC dont la moitié sont des OPC internationaux ;
- une connaissance fine du passif qui repose sur

Plaquette promotionnelle de distribution des OPC en France

Le modèle CSD français : un canal de distribution efficace pour les OPC

nos 7 atouts clefs

2

Un routage des ordres automatisé

Un processus automatisé reposant sur les services d'Euroclear France qui met à la disposition des teneurs de comptes-conservateurs des investisseurs et des centralisateurs d'OPC une solution intégrée via sa plateforme de routage dédiée à la transmission d'ordres.

1

Une réduction des coûts par rapport aux autres modèles de support à la distribution de fonds

Le modèle CSD repose sur l'automatisation de la transmission des données ce qui réduit les coûts des acteurs parties prenantes à ce modèle de support à la distribution.

7

Un interlocuteur dédié pour vous apporter un support à la distribution d'OPC internationaux

Selon la réglementation française, toute société de gestion souhaitant commercialiser un OPC en France doit nommer un correspondant centralisateur. Le centralisateur accompagne la société de gestion afin de lui permettre de mieux appréhender et de se conformer à l'environnement réglementaire français. Il lui apporte un support dans sa relation avec le régulateur français et peut être amené à répondre à la place de la société de gestion aux interrogations des investisseurs.

3

Un dénouement sécurisé

Le risque de défaut à la date de dénouement n'est pas supporté par la société de gestion. Il est porté par la banque de l'investisseur pour le compte de son client.

6

Une délégation de la mise en œuvre de due diligences (AML – KYC)

Dans le cadre du modèle CSD français reposant sur la dématérialisation de titres détenus sous la forme « au porteur », les contrôles AML-KYC sont effectués par les teneurs de comptes-conservateurs des investisseurs au moment de l'entrée en relation. Ils ne sont donc pas du ressort de la société de gestion.

4

Un canal supplémentaire, support à la distribution d'OPC

Les investisseurs et distributeurs français et étrangers peuvent investir dans un univers de près de 20000 OPC dont la moitié sont des supports internationaux, par un accès unique en Euroclear France via un intermédiaire financier, leur teneur de comptes-conservateur.

5

Une connaissance fine du passif

Le modèle CSD repose sur des pratiques harmonisées de marquage des ordres permettant une connaissance plus fine des investisseurs et distributeurs.

**UN ENJEU DE PROMOTION DES OPC FRANÇAIS
PARTAGÉ SUR LA PLACE ET COUVERT PAR LES TRAVAUX
DU COMITÉ PARIS 2020 DANS UN CADRE EUROPÉEN**

La gestion des flux et stocks OPC

des pratiques harmonisées de marquage des ordres sur lesquelles nous avons longtemps travaillé avec l'Association Française de la Gestion financière (AFG) ;

- une délégation de la mise en œuvre des contrôles AML – KYC par le teneur de compte conservateur ;
- et un interlocuteur dédié pour la distribution d'OPC internationaux avec un pré-centralisateur « à la française ». On verra que ce modèle est susceptible d'évoluer dans le cadre de Target 2 Securities (T2S).

2016 ou... la transposition de plusieurs directives européennes

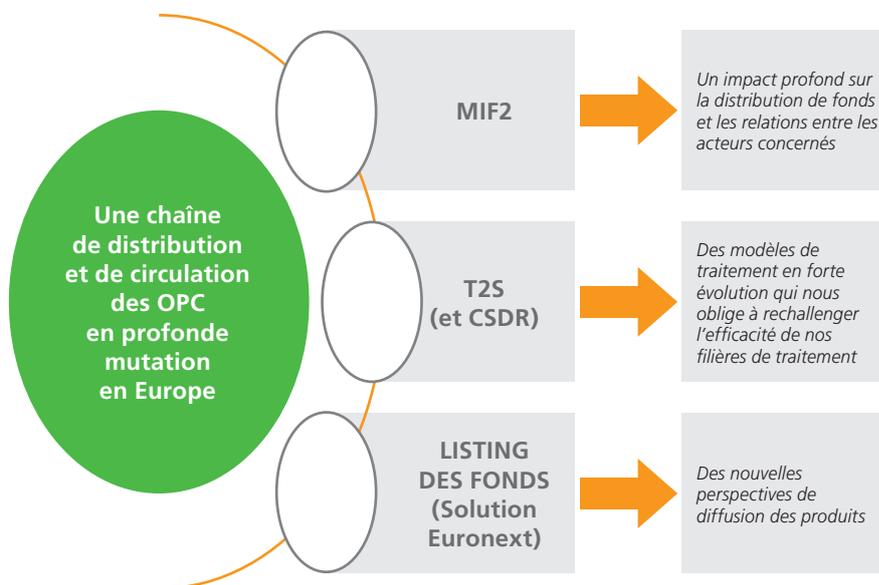
Directive MIF II

La directive MIF II devrait avoir un impact profond sur la distribution des fonds et les relations entre les différents acteurs. On ne sait pas encore si les donneurs d'ordres et les centralisateurs vont entrer dans le périmètre de la directive. Quoi qu'il en soit, nous allons devoir suivre ce texte et notamment la partie relative aux frais de distribution qui constitue un élément d'équilibre dans la chaîne de valeur de la distribution.

Target 2 Securities (T2S) et le règlement européen sur les dépositaires centraux de titres (CSDR)

Target 2 Securities (T2S) va impacter le règlement/livraison des fonds sans modifier le reste de la chaîne de distribution. Le rôle aujourd'hui réglementairement admis de pré-centralisateur « à la française » pour les fonds étrangers pourrait disparaître. En effet, les investisseurs étrangers pourraient accéder en direct au dépositaire central. Là encore, nous allons devoir regarder de près ces impacts qui pourraient modifier le métier de centralisateur.

2016 ou... la transposition de plusieurs directives européennes



**DES TRANSFORMATIONS MAJEURES
À APPRÉHENDER GLOBALEMENT
EN TERME D'IMPACTS SUR
NOS MÉTIERS ET CEUX DE NOS CLIENTS**

Cotation des fonds (solution Euronext)

Euronext propose de traiter les fonds comme des instruments primaires classiques. Il s'agit là d'une véritable révolution qui ouvre de nouvelles perspectives de diffusion aux assets managers. Si l'idée est séduisante, sa mise en œuvre n'est pas sans poser problème, et notamment sur le détenteur des fonds dans la chaîne de traitement de l'ordre. Nous nous orientons aujourd'hui vers une responsabilité de la détention qui incomberait en grande partie au broker. D'autres questions concernant en particulier le modèle économique, se posent aussi. Le groupe Flux et Stocks travaille

sur cette solution en étroite collaboration avec Euronext pour une mise en œuvre courant 2016.

Le groupe Flux et Stocks contribue également dans le cadre de la domiciliation des fonds, aux travaux de Place « Paris 2020 » menés par l'Association Française de la Gestion financière (AFG). Il s'agit là d'un sujet évidemment sensible qui soulève de nombreuses questions. Parmi elles, on peut citer la concurrence fiscale entre les différents pays européens. L'AFTI participe à ces travaux dont les conclusions sont attendues pour octobre 2016. ■