

Spécial Conférence n°42

AIFMD/OPCVM Ce qui se prépare pour l'industrie de la gestion d'actifs

Conférence du 21 mars 2012



En partenariat avec



AFTI
La dynamique du post-marché

Sommaire

p. 2

Introduction

Marcel Roncin

p. 3

Présentation du modèle d'architecture de la convention dépositaire AFTI/AFG

Michèle Besse

Stéphanie SaintPré

p. 4 Questions

p. 6

Présentation des travaux sur le marquage des ordres

Jean Devambe

Didier Deleage

p. 13 Questions

p. 14

L'agenda européen en matière de gestion d'actifs (UCITS V, venture capital, fonds solidaires, AIFMD niveau 2)

Didier Millerot

p. 18 Questions

p. 20

AIFMD niveau 2 : position de l'ETDF

Éric Dérobert

p. 24

Table ronde :

Comment tirer parti de la directive AIFM dans le contexte actuel ?

Karima Lachgar

Pierre Bollon

Frédérique Bouchet

Natasha Cazenave

Axelle Ferey

Paul Perpère

Bruno Prigent

p. 38

Conclusion

Paul-Henri de La Porte
du Theil



Introduction

Marcel Roncin,

Président de l'AFTI

Bonjour à tous,

L'AFTI est partie prenante de l'industrie de la gestion d'actifs, et apporte, via ses groupes de travail, sa contribution à la modernisation des process.

Nous sommes également à la manœuvre pour répondre aux consultations européennes dont le déferlement est une constante ces dernières années. Ainsi, après UCITS IV transposée en 2011, voici UCITS V, AIFMD, texte capital qui apporte des précisions sur la mission et les responsabilités du dépositaire, AIFMD donc, et ses mesures d'application impressionnantes, voici également le capital-risque, les fonds solidaires, etc.

Nous avons par ailleurs, concernant le Règlement/Livraison/Compensation, à suivre EMIR, la révision de la MIF, la taxe sur les transactions financières, FATCA, et les textes sur les dépositaires centraux pour n'en citer que quelques-uns.

Il est vrai que la crise est passée par là, n'épargnant personne, et il est remarquable de relever que ces textes s'efforcent d'apporter une parade, ou une réponse aux conséquences des dérèglements dont nous sommes l'objet depuis 5 ans.

L'agenda européen sera décliné tout à l'heure par Didier Millerot pour la Commission européenne. AIFMD sera évoquée, par Éric Dérobert d'abord, par la table ronde ensuite, laquelle sera l'occasion d'explorer les opportunités liées à ce texte décidément très structurant.

Avant de refermer la partie européenne de cette introduction, je voudrais dire, à propos de la mise en équivalence des pratiques entre l'Europe et l'étranger, que nous avons l'impression d'ouvrir toutes grandes les portes de l'Europe sans véritable réciprocité. Or, nous avons besoin de cette réciprocité, qui seule garantira un développement de nos activités, dans un champ concurrentiel équilibré.

Pendant cette conférence, nous avons également

l'intention d'évoquer nos travaux avec l'AFG portant sur :

- Le modèle d'architecture de la Convention Dépositaire, qui va se substituer à la Convention de 2002, et que Michèle Besse et Stéphanie Saint Pé vont nous présenter dans quelques instants.
- Le marquage des ordres que Jean Devambe et Didier Deleage évoqueront ensuite, et auquel participe Euroclear.

La table ronde, particulièrement éclectique, avec un représentant du métier dépositaire, Bruno Prigent, qui est notre speaker dans le domaine de la gestion d'actifs; un représentant de l'AFIC; l'AMF; Ernst and Young; l'AFG; CIAM sera animée par Karima Lachgar, délégué général de l'AFTI.

Enfin, Paul-Henri de La Porte du Theil nous fait l'amitié de bien vouloir assurer la conclusion de nos travaux.

Nous préparons, pour les prochaines semaines, une autre présentation des travaux conduits sur la distribution des fonds, dont la plate-forme de routage des ordres.

Nous nous efforçons, entre deux textes européens, de faire avancer la modernisation de nos pratiques dans le cadre du grand chantier qui est la filière OPCVM, ouvert ces dernières années. Il y va de nos performances, de la qualité de nos prestations vis-à-vis de nos clients, mais aussi de la réduction des coûts de l'ensemble de la filière, laquelle passe par la poursuite de son automatisation, sur quoi nous travaillons sans relâche.

En conclusion, je voudrais souligner la qualité du travail réalisé en commun par les membres de l'AFTI et de l'AFG. Chacun reste naturellement en charge de ses propres responsabilités, mais nos intérêts globaux sont très proches et, par les temps qui courent, l'union fait plus que jamais la force.

Je vous remercie. ■

Présentation du modèle d'architecture de la convention dépositaire AFTI/AFG



Michèle Besse,
Responsable du contrôle Dépositaire, SGSS,
Animatrice du groupe Dépositaire AFTI



Stéphanie Saint-Pé,
Directrice adjointe des affaires juridiques, AFG

Stéphanie Saint-Pé:

Je vais vous présenter les conclusions du groupe de travail commun AFTI/AFG sur la remise à jour de la convention dépositaire que nous avons nommée « architecture de convention ». Nous n'avions pas pour objectif de créer une norme strictement contraignante pour l'ensemble des acteurs mais plutôt de remettre à jour un modèle avec pour objectif de guider vos discussions dans le cadre des négociations sur la convention dépositaire.

Ce groupe de travail a été animé à la fois par Michèle Besse et moi-même, accompagnées d'un certain nombre d'adhérents de l'AFG et de l'AFTI. Le groupe a tenu ses travaux entre mars et novembre 2011 et était composé de 6 juristes côté société de gestion (AMUNDI, AXA, BNP PARIBAS, DEXIA, GROUPAMA et OLYMPIA) ainsi que, côté AFTI, des juristes (BP2S, CACEIS, RBC DEXIA, CMCIC et SGSS).

Nous avons revu cette convention qui datait de 2002 et qui n'avait pas fait l'objet de discussions depuis cette date. Elle n'avait donc pas été adaptée des différents textes – tant législatifs que réglementaires – parus depuis 2002. Nous avons réussi à aboutir à une mise à jour prenant en compte UCITS IV – Michèle en parlera plus précisément.

Cette convention dépositaire a conservé la même architecture que celle qu'elle présentait précédemment. Elle s'articule toujours autour de 12 articles – 13 très précisément, car nous avons scindé l'article déontologie dans lequel

nous avons ajouté finalement une clause de hiérarchie des normes, qui est une clause de style. Nous avons insisté, au sein de ces 12 articles, sur une segmentation des deux grandes activités du dépositaire, en traitant d'un côté la conservation et de l'autre le contrôle. Nous avons subdivisé la conservation en tenue de compte conservation d'une part et en tenue de position de l'autre. Cela nous permettait d'avoir une vue beaucoup plus claire que celle dont nous disposions jusqu'à présent dans le modèle de 2002. Ces 12 articles sont les suivants :

- ▶ « Objet de la convention » incluant un certain nombre de définitions sur lesquelles nous avons eu quelques difficultés ces précédentes années. Nous sommes revenus sur quelques définitions que nous avons volontairement souhaitées larges et adaptables à l'ensemble des problématiques pouvant être soulevées à l'occasion de la négociation de ce type de convention.
- ▶ « Conservation de l'actif » avec une subdivision en tenue de compte-conservation, tenue de position et gestion des espèces.
- ▶ « Contrôle de la régularité des décisions » de la société de gestion.
- ▶ « Tenue du passif » pour lequel nous avons pris en compte les dernières évolutions et les derniers textes récents sur le sujet. Nous avons en effet créé un bloc optionnel pouvant, au choix être intégré directement dans la convention ou qui pourra faire l'objet d'une convention de service à part, intégrée dans le bloc contractuel de la convention dépositaire elle-même, qui pourra alors être considérée comme une convention cadre.

▶ « Accord et Informations » où nous avons travaillé sur l'ensemble des accords, informations et des échanges d'informations entre le dépositaire et la société de gestion ou la SICAV selon le cas.

▶ « Rémunération ».

▶ « Usage du nom ».

▶ « Responsabilité des acteurs », sujet à de lourdes discussions dans le cadre de la convention.

▶ « Entrée en vigueur et durée ».

▶ « Résiliation » avec un certain nombre d'options possibles.

▶ « Déontologie » intégrant essentiellement les nouvelles règles de UCITS IV et plus particulièrement de l'article 323-11 du Règlement Général de l'AMF.

▶ « Loi applicable » dans laquelle nous avons proposé – à titre optionnel là encore – une « clause de règlement amiable des litiges » préalablement à tout contentieux. L'objectif de cette clause étant d'éviter de mettre en péril une convention qui – on le sait – est valable pour suffisamment d'OPCVM divers et variés pour qu'on ne remette pas tout en cause à chaque litige, qu'il soit petit ou gros et qui pourrait être réglé de manière amiable.

Michèle Besse:

Nous avons intégré l'article 323-11 du RGAMF issu de la transposition des textes relatifs à la directive de UCITS IV selon deux axes: soit par l'intégration d'annexes soit en se reportant à un SLA. Cela laisse toute liberté, en fonction de la société de gestion et du dépositaire, de pouvoir

choisir son mode de travail.

Dans cet article 323-11, les points 1 à 7.a) permettent donc de jouer soit par des annexes soit par le SLA. Les points 7.b) et 7.c) sont directement intégrés dans l'article 11 de ce modèle et les points 8 à 12 sont aussi intégrés dans le corps de la convention.

Les avancées par rapport à celle de 2002 sont – comme évoquées précédemment :

- ▶ Une liste plus exhaustive des définitions.
- ▶ Un article sur la tenue de position (qui n'existait pas dans la version de 2002).
- ▶ Une précision sur les espèces détenues chez un tiers.
- ▶ Un article sur la déontologie le plus précis et le plus exhaustif possible.

Malgré nos efforts, un point de divergence subsiste encore entre nos deux associations sur le mode de conservation des parts ou actions d'OPCVM de droit étranger détenues chez un registrar ou un transfert agent. Nous espérons, dans la suite du projet, pouvoir lever ce dernier point avec le niveau 2 de la directive AIFM.

À l'issue de ce groupe de travail, nous avons présenté la convention aux conseils d'administration des deux associations qui l'ont validée. Nous l'avons ensuite présentée à l'AMF le 6 janvier, qui nous a demandé de procéder à quelques modifications que nous avons apportées. Pour clore ce premier groupe de travail, nous avons rédigé un article paru dans la revue Banque du mois de mars.

Nous allons, dès la parution de la directive AIFM niveau 2, pouvoir réinviter le groupe de travail à se réunir à nouveau afin de résoudre notre dernier point de divergence et pouvoir remettre cette architecture en place avec le nouveau texte. Nous ne souhaitons pas prendre de retard par rapport au texte et espérons pouvoir nous retrouver dès avril.

Il a également été décidé de mettre en place un comité de suivi entre l'AFG et l'AFTI afin de relever les questions ou problèmes rencontrés suite à la mise en place de ce modèle. Ce comité se réunira à partir du mois de septembre afin d'avoir un délai de 6 mois de retour d'expérience sur la mise en œuvre du modèle. ■

Questions de la salle

Cela signifie-t-il que nous ne devons pas diffuser cette convention sachant qu'une version 2 peut apparaître d'ici quelques mois ?

Michèle Besse :

Non, nous pouvons, de mon point de vue, la diffuser avec cependant une réserve : nous savons que ce n'est qu'un modèle et non une norme donc que cela peut évoluer. Nous avons fait un modèle pour les FCP, pour les SICAV et nous avons justement le travail à faire sur la partie FCPR OPCVI mais cela sera davantage lié au niveau 2 de la directive AIFM. Je pense que nous pouvons réellement l'utiliser pour les FCP et les SICAV sachant que nous essaierons de la mettre à jour rapidement.

QS. : Pouvez-vous nous rappeler ce qu'est l'article 323-11 du RGAMF ?

Michèle Besse :

L'article 323-11 du RGAMF nous demande de décrire les procédures mises en place au niveau du dépositaire pour les différentes tâches liées à ses fonctions.

Stéphanie Saint-Pé :

En fait c'est même plus large, c'est à l'occasion de la transposition de UCITS IV, le RGAMF dans l'article 323-11 prévoit l'ensemble des clauses et thématiques obligatoires à traiter dans la convention dépositaire.

QS. : Pourquoi parle-t-on de « contrôle de la régularité des décisions » alors que nous avons une liste exhaustive et limitative des contrôles à faire par le dépositaire et que le contrôle de la régularité des décisions est quelque chose de très large comme nous l'avons justement observé avant UCITS IV.

Stéphanie Saint-Pé :

Il est vrai que nous avons laissé le même titre que dans l'autre modèle car, que ce soit au niveau de l'AFTI ou de l'AFG nous avons l'habitude d'employer ce terme-là. Cela pourra très bien faire l'objet d'une modification dans la version



2. L'intitulé de l'article est celui-ci car l'objectif était aussi d'essayer de garder une trame à peu près commune, en tout cas à peu près identique à celle de 2002. Mais il est bien évident qu'en dehors de ce titre d'article, la description des contrôles est bien effectivement cohérente avec les textes actuels.

QS. : Pouvez-vous nous en dire un peu plus sur le point de divergence non résolu ?

Stéphanie Saint-Pé :

Nous n'avons en effet pas trouvé d'approche commune sur le mode de conservation des parts ou actions d'OPCVM de droit étranger détenues chez un registrar ou un TA. Le problème étant que dans les registres, c'est le dépositaire qui ressort en premier alors qu'il n'est pas le propriétaire des titres. Nous sommes dans un schéma où certains pourraient considérer qu'à partir du moment où le dépositaire ressort en premier, il est propriétaire, au moins apparent, des titres. Or, ce n'est pas le cas. La problématique est donc d'essayer de faire remonter la chaîne de propriété jusqu'à l'investisseur final. L'AFG défendait le contrat de commissionnement, c'est-à-dire la position selon laquelle le dépositaire apparaît bien évidemment en tant que premier titulaire dans le registre, mais cela parce qu'il a un contrat de commissionnement et donc qu'il agit en son nom mais pour le compte de son investisseur final. Nous n'avons pas la même perception côté AFG et côté AFTI de ce sujet-là. Je vais laisser Michèle présenter la position de l'AFTI.

Michèle Besse :

Nous allons trouver une solution bien évidemment mais il est vrai que nous n'avons pas pu accepter cette proposition car elle était valable en droit français mais non à l'étranger. Ce posi-

tionnement n'avait absolument aucune valeur et automatiquement le dépositaire devenait le propriétaire. Nous ne sommes pas parvenus à trouver une solution ni un « wording » qui convenaient aux deux associations. C'est pourquoi ce point-là reste à discuter entre la société de gestion et le dépositaire et nous espérons réellement que le niveau 2 d'AIFM permettra de trouver un axe commun.

QS. : Quelle responsabilité a-t-on attachée aux comptes-espèces ?

Michèle Besse :

Si le compte-espèces est détenu dans le livre du dépositaire, celui-ci est responsable de la conservation. Dès lors que le compte-espèces est détenu chez un tiers, il n'est pas responsable.

QS. : Avez-vous déjà des premiers retours des sociétés de gestion ou des dépositaires ?

Stéphanie Saint-Pé :

Côté AFG pour l'instant je n'ai pas de retour. Je sais seulement que ce modèle est actuellement proposé à la discussion à un certain nombre de sociétés de gestion. Je ne dispose pas de la finalité des discussions mais je sais que ce modèle est d'ores et déjà utilisé.



Michèle Besse :

De mon côté je n'ai pas eu de retour ou d'échange précisant les problématiques rencontrées. C'est important pour nous, surtout pour la version 2, de pouvoir avoir un échange et d'avoir un retour sur les points ayant posé problème afin d'améliorer le document à ce niveau-là. N'hésitez donc pas à nous remonter des informations, à Stéphanie ou à moi-même.



Présentation des travaux sur le marquage des ordres



Jean Devambez,

Responsable Fund Services Operations France BP2S,
Animateur du groupe Flux et Stocks de l'AFTI



Didier Deleage,

Directeur Général Adjoint,
HSBC Global Asset Management (France),
Président du groupe marquage des ordres de l'AFG

Jean Devambez :

Tout le monde est convaincu que l'efficacité des circuits de distribution est un facteur clé de succès pour la gestion. C'est pourquoi nous avons, au sein de nos deux associations, travaillé sur ce sujet de marquage des ordres, qui – comme nous allons le voir – est l'un des leviers importants pour faciliter cette distribution efficace.

Nous avons relancé deux types d'initiatives au sein de l'AFG et de l'AFTI. Un premier type d'initiative portant sur l'amélioration des dispositifs de marquage – que nous avons pris en charge principalement côté AFTI – et un deuxième type d'initiative, sous l'impulsion de l'AFG, consistant à rédiger un recueil de recommandations et de bonnes pratiques pour le marquage des ordres, l'AFTI ayant également largement participé à ce deuxième type d'intervention.

Nous allons aujourd'hui vous faire part d'une restitution de l'état d'avancement de ces travaux, sachant qu'au-delà des livrables, ce qui va en faire le succès – et notamment pour la partie recommandations et bonnes pratiques – c'est l'adhésion du plus grand nombre. Nous réfléchissons actuellement à comment faciliter cette appropriation et cette mise en œuvre des bonnes pratiques. Le moment est donc idéal, même si tout n'est pas finalisé, pour échanger avec vous.

Je vous propose de revenir sur les quelques grands principes de la distribution et du marquage des ordres. Cela me permettra à nouveau de souligner les enjeux pour les intermédiaires

financiers et je passerai la parole ensuite à Didier qui reviendra sur les enjeux côté sociétés de gestion et sur la démarche de l'AFG. Je reprendrai la parole pour vous faire un point sur les dernières avancées autour des dispositifs de marquage et les perspectives. Didier vous présentera enfin les recommandations et les bonnes pratiques sur lesquelles nous avons travaillé puis nous concluons sur les prochaines étapes.

Lorsque nous parlons de distribution, nous avons classiquement deux types de circuits : le circuit CSD – que nous connaissons bien en France – et le circuit registre – plus utilisé sur certaines autres places.

Le circuit CSD « classique »

Dans le circuit CSD, un investisseur passe un ordre à son banquier, le teneur de compte conservateur, qui va être en relation avec le centralisateur pour le passage d'ordres puis avec le TCE (Teneur de Compte Émetteur) du fonds pour le règlement/livraison, cela avec des flux d'informations qui reviennent vers la société de gestion et le distributeur. Ce dispositif présente les caractéristiques suivantes :

- ▶ Un dispositif sécurisé qui s'appuie sur la plateforme d'Euroclear. La plateforme de passage des ordres est une réalité, 67 % des volumes d'ordres sur la place de Paris passent par cette plateforme et nous espérons atteindre 75 % d'ici la fin de l'année. Le règlement des opérations s'effectue en DVP et en monnaie banque centrale. Le process bénéficie également des contrôles réalisés au niveau des teneurs de

comptes conservateurs sur les provisions.

- ▶ Un setup standardisé qui favorise l'optimisation des coûts et l'efficacité opérationnelle.

- ▶ Un setup faisant intervenir de manière significative deux acteurs que sont le TCC et le centralisateur, qui – comme nous le voyons sur le schéma – concentrent la majorité des échanges et des flux opérationnels, et sont donc des acteurs clés dans le dispositif.

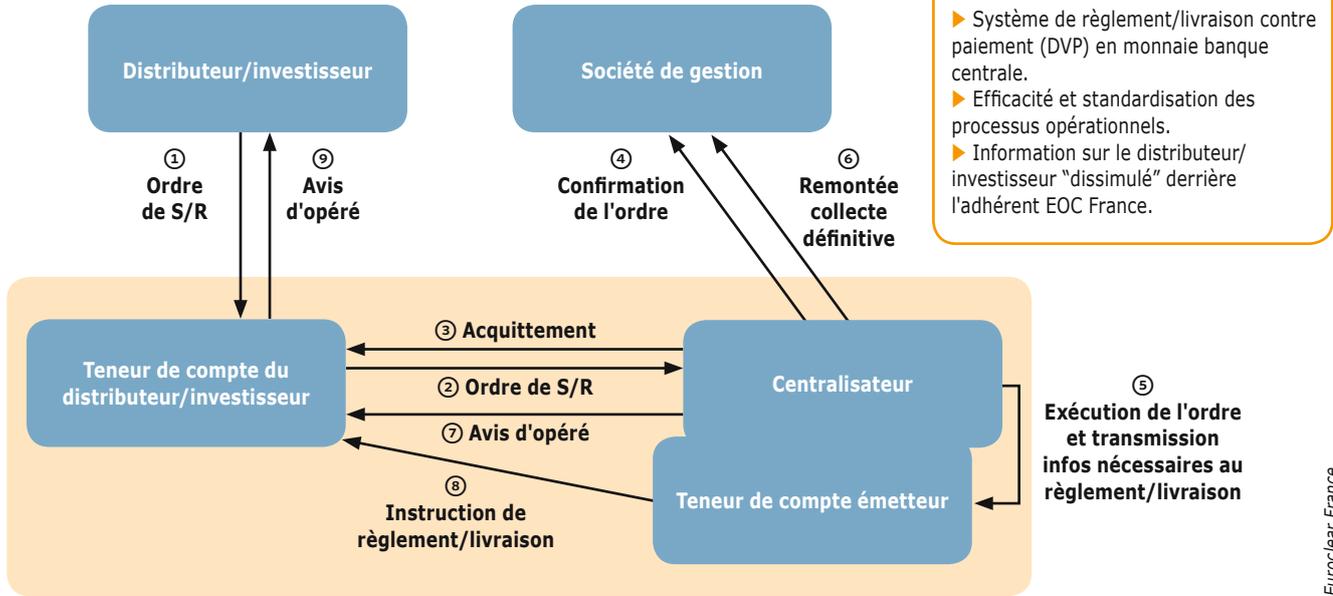
- ▶ A contrario, ce dispositif repose sur l'inscription des TCC dans les livres d'Euroclear France. Cela pose une difficulté bien connue pour les sociétés de gestion qui souhaitent connaître les porteurs, les investisseurs dans leurs fonds, puisqu'effectivement lorsque l'on regarde l'état des stocks en Euroclear France, la seule information disponible est relative au TCC.

Le circuit tenue de registre « classique »

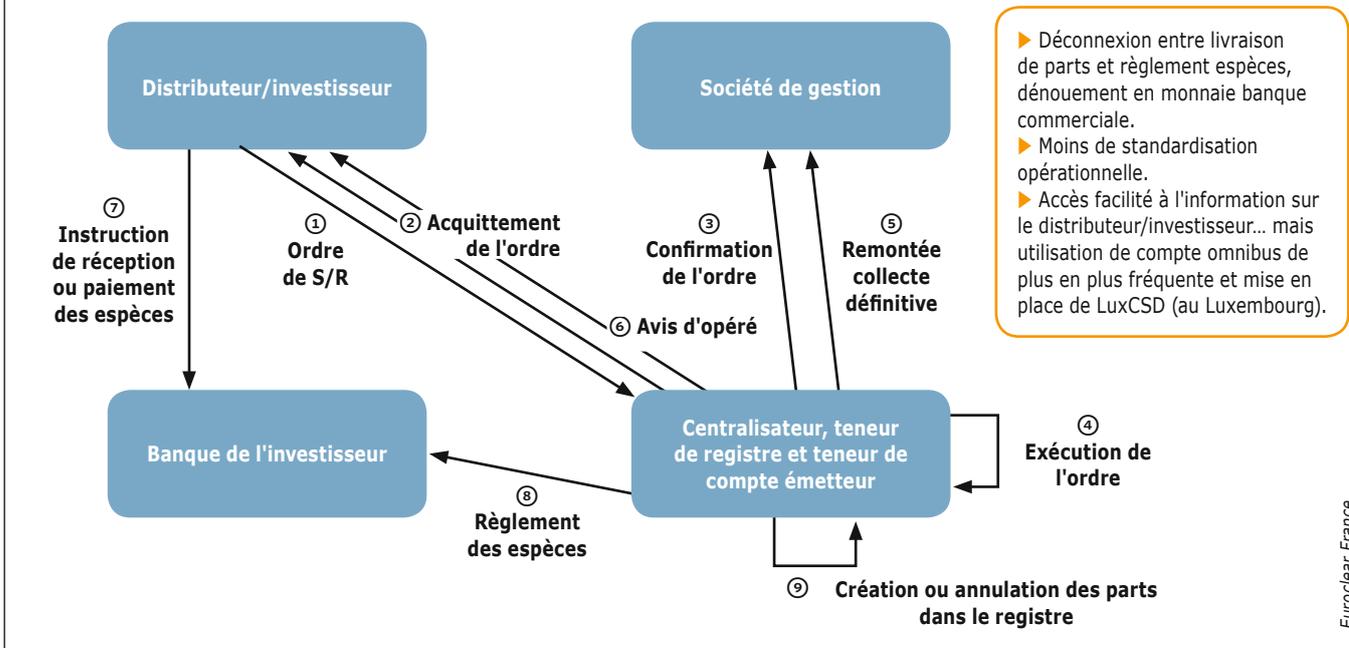
Nous retrouvons dans ce schéma à peu près les mêmes acteurs avec une différence essentielle qui est l'absence de TCC. Le banquier de l'investisseur, dans ce schéma, intervient uniquement pour le règlement cash et l'investisseur aura une relation directe avec le centralisateur, qui va l'inscrire dans ses livres à chaque fois qu'il achète des parts. Il s'agit là d'un circuit moins standardisé, moins sécurisé car il n'y a pas de DVP mais du règlement cash d'un côté et une inscription en compte de l'autre côté.

En revanche, il est plus simple, dans ce schéma, pour la société de gestion de connaître le détail des porteurs de parts car il suffit de s'adresser

Le circuit CSD « classique »



Le circuit tenue de registre « classique »



au teneur de registre pour obtenir la liste des porteurs. Cette simplicité est relative car il peut y avoir des intermédiaires non représentés sur ce schéma simplifié par exemple si l'investis-

seur souhaite conserver ses parts de fonds en Euroclear Bank ou Clearstream. Dans cette hypothèse nous avons dans le registre du fonds le compte omnibus Euroclear Bank

ou le compte Clearstream auxquels il faudra s'adresser pour connaître le détail des porteurs.

Ces deux modèles ont leurs avantages et leurs inconvénients. L'enjeu pour le modèle CSD, principalement en France, est pour les sociétés de gestion de connaître leurs porteurs d'où le marquage des ordres. Le principe est assez simple, il s'agit d'identifier de manière unique et la plus standardisée possible l'investisseur sur chacune des transactions. Ce concept n'est pas nouveau, il existe en revanche certains enjeux en termes de standardisation et de normalisation de ce process.

En conclusion de ce bref rappel, les enjeux du sujet de marquage des ordres pour les intermédiaires financiers sont de deux types :

- ▶ Le premier enjeu est un enjeu de service.
- Le premier niveau de service est d'offrir un dispositif qui réponde à l'attente des sociétés de gestion de connaître finement leurs porteurs.
- Le deuxième niveau de service est d'être capable en tant que centralisateur d'appliquer de manière efficace les dérogations de droit d'entrée et de sortie.
- Le troisième niveau de service est d'être capable d'offrir des services de sous-traitance sur le suivi de la distribution quand les sociétés de gestion souhaitent déléguer à leurs prestataires le suivi des accords de distribution et donc la préparation des process de rétrocession de commissions.
- ▶ Le deuxième enjeu est un enjeu de coût et d'efficacité opérationnelle. Nous avons la chance en France d'avoir un dispositif très standard et très sécurisé. Le marquage permet de préserver ces bénéfices tout en apportant la réponse au premier point.

Didier Deleage :

Du point de vue de la société de gestion, le besoin de marquage des ordres qui s'exprime à plusieurs niveaux répond à un certain nombre d'objectifs et notamment à deux objectifs financiers :

- ▶ Le premier est de faire bénéficier le distributeur ou l'investisseur final du droit d'entrée dérogatoire. La plupart de nos prospectus prévoient des droits d'entrée présentant le plus souvent des conditions dérogatoires. Si nous ne connaissons pas l'investisseur entrant dans le fonds nous ne pouvons pas le faire bénéficier

de droits d'entrée dérogatoires.

- ▶ Le second est le paiement dans le temps et sur des bases exactes des commissions de placement dues aux différents distributeurs et autres distributions utilisées par les sociétés de gestion. Cet enjeu est vital pour notre industrie car les commissions de placement représentent environ 50/60 % pour les sociétés de gestion faisant appel à des réseaux de distribution extérieurs. Cela dépend des conditions mais ce sont les taux habituellement constatés sur la place. Il est évident qu'une société de gestion ne peut se permettre d'avoir une inexactitude ou de ne pas avoir des bases qui soient totalement exactes et certifiées pour le paiement de cette masse de commissions. Or, il est vrai qu'aujourd'hui, subsistent encore certaines incertitudes sur cette masse-là.

Nous avons donc un objectif financier crucial à deux niveaux mais également un objectif commercial car le marquage des ordres permet à la société de gestion de savoir qui sont ses clients, et ce au niveau souhaité par elle. C'est là où réside la difficulté de l'exercice. Les premières initiatives en matière de marquage des ordres, notamment les travaux de Place réalisés sur le sujet 5 ans auparavant n'ont pas complètement donné satisfaction car les sociétés de gestion considèrent pour la plupart que leurs clients sont des clients institutionnels ou corporate car ils ont été démarchés en direct avec leurs équipes commerciales. C'est ce niveau-là de clients que les sociétés de gestion souhaitent identifier à travers le marquage des ordres bien qu'il n'y ait pas nécessairement de rétrocessions sur ce périmètre. Dans le cas des réseaux de distribution, c'est le réseau de distribution que la société de gestion souhaite identifier afin de lui payer les rétrocessions.

Ceci nous amène à la situation suivante pour une chaîne de souscription donnée (par exemple un client corporate passant par un intermédiaire qui lui-même va ensuite aller voir le centralisateur de l'OPCVM.) :

- ▶ Une société de gestion A pourra être intéressée par l'identification du client corporate ayant souscrit car c'est elle qui est allée le démarcher.
- ▶ Une société de gestion B, sur la même chaîne d'acteurs, va être intéressée par l'identification

de l'intermédiaire-distributeur car elle a mandaté ce réseau de distribution pour commercialiser son OPCVM. L'identité du client final ne l'intéresse pas dans la mesure où ce client-là n'est pas connu de ses services et qu'elle souhaite avoir le montant total de parts qui sont distribuées par l'intermédiaire, par le distributeur afin de lui payer une rétrocession.

Cela montre bien que les intermédiaires de la chaîne ne peuvent pas nécessairement deviner le niveau de marquage qui va intéresser les sociétés de gestion, cette information doit donc leur être fournie en entrée dans la chaîne de transactions.

L'objectif commercial, indépendamment de l'aspect paiement est tout simplement pour les commerciaux de la société de gestion de savoir qui est entré. Un certain nombre de clients ne comprennent pas, encore aujourd'hui, que l'on ne soit pas en mesure de savoir s'ils ont souscrit dans l'OPCVM la veille, la semaine dernière, le mois dernier.

Le fait de bien connaître son passif, indépendamment des objectifs financiers et commerciaux, sert également à d'autres objectifs. C'est ce qu'a montré une étude réalisée au début du groupe de travail par le cabinet Ailancy. Cela peut, par exemple, servir à des modélisations de loi d'écoulement de portefeuilles pour des questions de suivi du risque de liquidité. Le fait d'avoir un passif très diversifié avec beaucoup d'investisseurs particuliers ou quelques investisseurs corporate ne présente pas nécessairement le même profil en matière de lois d'écoulement et de risques de liquidités. Ce sont des choses qui sont utilisées dans les modélisations des équipes de risques, d'autres utilisations en sont également faites, mais les principales sont citées ici.

Une fois le besoin d'identification des sociétés de gestion posé, l'autre élément important traité par le groupe de travail est la subsistance de beaucoup de traitements manuels. Certes, un certain nombre de flux de marquage sont récupérés de façon automatique mais énormément de ressaisies manuelles perdurent – notamment sur la partie attestation. C'est notamment sur la base des attestations que se font la majorité des flux de règlements de commissions de placement et les attestations arrivent sous format papier quelques semaines voire quelques mois

après la période couverte. Elles sont ensuite ressaisies par les sociétés de gestion dans leurs systèmes et cela nécessite donc d'avoir des collaborateurs en charge de cette ressaisie manuelle. Beaucoup de recherches manuelles sont réalisées et relèvent davantage de l'enquête de police que d'un véritable processus STP où l'on sait que tel client passe par tel intermédiaire. Nous voyons arriver un ordre marqué avec le code d'un intermédiaire et nous savons que cet intermédiaire-là a un client que l'on connaît et que nous appelons ensuite pour savoir si c'est bien lui. Nous sommes encore assez loin des processus STP.

Nous avons parfois des erreurs qui ne sont pas liées au fait qu'un acteur de la chaîne a commis une faute, mais tout simplement liées au fait que des ordres ont été mal marqués dans le sens où l'ordre est marqué avec le code BIC 1 d'un intermédiaire. Or, ce n'est pas ce niveau-là qui intéresse la société de gestion.

J'ai récemment eu le cas d'un client institutionnel qui bénéficiait de conditions d'entrée dérogatoires et qui avait souscrit à un nouveau fonds. L'ordre est arrivé marqué avec le code BIC d'un intermédiaire ne bénéficiant d'aucune condition dérogatoire et les droits d'entrée ont été appliqués. Il a fallu remonter toute la chaîne et le client s'est finalement manifesté afin de savoir s'il était normal qu'il ait payé 5 % de droits d'entrée. Nous lui avons répondu que non, comme prévu dans sa convention, et nous avons dû lui restituer le montant de rentrée prélevé. Ce sont des choses qui arrivent en ce moment. Une fois ce constat posé, quelles ont été les réalisations au niveau de la Place ?

Nous sommes partis d'une recommandation du Haut Comité de Place fin 2010, qui dans le cadre d'auditions menées auprès d'un certain nombre de professionnels, avait identifié le fait que le marquage des ordres n'était finalement

pas encore arrivé à un niveau de maturité suffisant et qu'il y avait matière à réaliser des travaux de Place complémentaires sur le sujet.

La recommandation étant de finaliser les travaux déjà entrepris sur le marquage en traitant en particulier la situation des transferts de compte à compte. Il s'agit d'un domaine pour lequel les sociétés de gestion et les centralisateurs n'avaient pas de vision dans la mesure où ce sont des opérations qui passent en dehors des chaînes de souscription/rachat.

Un groupe de Place a été constitué conjointement entre représentants de l'AFG et de l'AFTI avec le support d'Euroclear France et d'autres associations qui souhaitaient également participer partiellement à nos travaux, le tout avec le support d'Euroland Consulting.

J'ai eu l'honneur d'être désigné comme Président de ce groupe, et Pierre-Yves Berthon a été désigné comme rapporteur pour l'AFG.

L'essentiel de nos travaux a été mené dans le courant du premier semestre 2011 avec la réalisation d'une enquête préalable auprès des sociétés de gestion pour identifier les besoins et les pratiques actuelles. Environ trois quarts des sociétés de gestion estimaient dans cette enquête que leurs besoins en marquage des ordres étaient mal servis, un quart s'estimait à peu près satisfait du dispositif de marquage actuel.

Ces travaux ont fait l'objet d'une consultation assez large avec les membres du groupe de travail, auquel ont participé essentiellement les centralisateurs puisque ce sont eux qui connaissent le mieux le sujet du marquage des ordres et qui ont le plus souvent les deux casquettes de centralisateur et de TCC. D'autres entretiens ont été menés auprès de teneurs de comptes et de distributeurs.

Les principes ont été validés par les conseils d'administration respectifs de l'AFG et de l'AFTI

fin 2011. Il reste encore quelques travaux à finaliser. Nous sommes d'accord sur les principes mais quelques points de détail restent encore à valider.

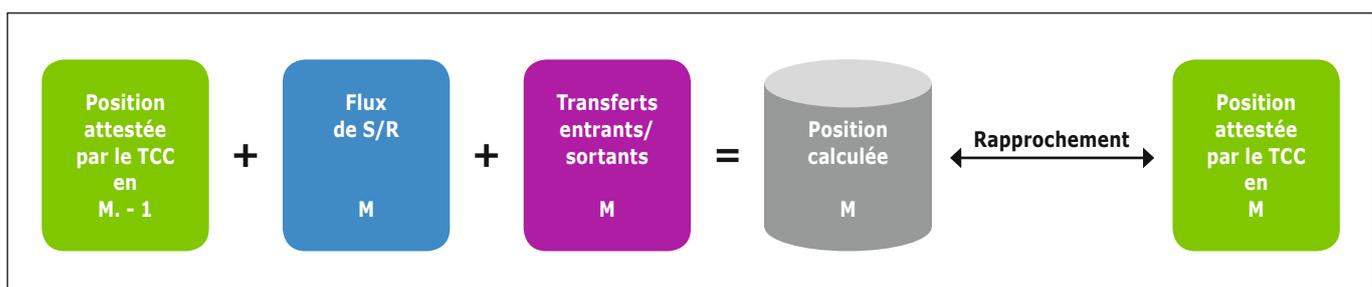
Quel est le fond des travaux et la philosophie du marquage des ordres tels qu'ils ressortent des travaux du groupe de travail ?

Nous sommes partis du constat selon lequel la qualité du marquage est encore imparfaite et que la plupart des sociétés de gestion ne se reposent pas nécessairement sur la seule information des flux marqués pour identifier leurs clients et pour payer les commissions de placement. Elles s'appuient essentiellement sur des attestations qui ne sont pas STP et qui arrivent manuellement, cela engendre des retards de traitement et des ressaisies manuelles (voir schéma).

Nous ne disposons pas, aujourd'hui, d'informations sur les transferts franco lorsqu'un client décide de transférer ses parts d'un teneur de compte à un autre. Nous avons une attestation TCC en M-1 et nous nous basons le mois d'après sur la position attestée par le teneur de compte, attestation qui arrive parfois sur base trimestrielle.

L'objectif ultime vers lequel nous souhaiterions tendre et que les recommandations visent à mettre en œuvre, est d'avoir une position attestée, une fiabilité suffisante sur les flux de souscription/rachat via le marquage, une information sur les transferts entrants et sortants qui permette de valider dans les systèmes de la société de gestion ou de son prestataire centralisateur, une position sur laquelle la société de gestion est confortable.

Cela permettrait de n'utiliser les attestations des différents teneurs de comptes que comme les éléments de réconciliation – et de boucler complètement la boucle – plutôt que d'avoir



des jeux d'attestation que nous sommes plus ou moins obligés de prendre pour argent comptant car nous ne disposons pas nécessairement aujourd'hui d'une information suffisamment fiable qui permette de les challenger de façon très précise.

Jean Devambe:

L'idéal est de parvenir à résoudre l'équation stock: un stock d'entrée, des flux, des transferts, un stock de sortie. Nous avons là les trois éléments qui nous préoccupent: le marquage des transactions, les attestations et le transfert.

Le marquage des ordres

Le principe validé et retenu (un an auparavant) est d'identifier l'investisseur sur chaque transaction par le biais d'un code BIC, BIC1 (avec ou sans branch code). Ce principe présente plusieurs avantages:

- ▶ Les établissements utilisaient déjà cette technique, donc le concept n'était pas nouveau et le travail portait uniquement sur la mise en cohérence.
- ▶ Elle permet une grande souplesse car nous pouvons marquer, identifier des distributeurs soit au niveau d'entités juridiques mais aussi au niveau d'entités pour lesquelles il n'existe pas de codification officielle jusqu'à présent.
- ▶ Enfin l'EFAMA recommande également l'utilisation de ces codes.

Un groupe de travail a commencé, à partir de janvier 2011, à travailler sur la mise en cohérence des bases pour alimenter un référentiel central dont l'administration a été confiée à Euroclear France. Il s'agit d'un référentiel officiel vers lequel tous les acteurs, distributeurs, sociétés

de gestion, centralisateurs ou TCC peuvent se retourner pour trouver les bonnes codifications. Il a été décidé de migrer les distributeurs sur ce référentiel officiel par lots; 6 lots ont été définis, étalés tout au long de l'année 2011 et le dernier lot arrivera d'ici quelques jours. Lorsqu'un distributeur est migré dans un de ces lots, il dispose d'une codification officielle à laquelle tous les acteurs peuvent et doivent se référer.

À l'issue de ce processus, le référentiel Euroclear comprendra 1 500 distributeurs codifiés avec un code BIC, BIC1. Nous avons donc une base déjà assez conséquente et permettant un bon niveau de souplesse par rapport à ce qui est demandé par les sociétés de gestion.

Les sociétés de gestion nous ont demandé un dispositif complémentaire pour les cas particuliers où l'utilisation de ce code ne suffirait pas à répondre aux besoins en termes de granularité ou de spécificité d'accords entre une société de gestion et un distributeur.

Il s'agit des références bilatérales qui sont des références uniquement dédiées à un binôme société de gestion/distributeur et qui ne sont pas utilisées par les autres sociétés de gestion ni par les autres distributeurs.

Nous avons jusqu'à présent eu peu de demandes sur ce sujet et le recours à cette notion doit rester l'exception. En effet, nous estimons qu'avec les références BIC, BIC 1, nous arrivons à couvrir 90 % voire même 95 % des besoins. De plus le dispositif mis en place autour du référentiel Euroclear garantit une maintenance efficace et un partage continu de l'information ce qui n'est pas possible lorsque nous avons recours aux références bilatérales. Ces dernières sont impactées par les restructurations des sociétés de gestion, des fonds, des distributeurs et leur maintenance n'est pas facile, d'autant moins

facile que nous sommes sur une chaîne avec beaucoup d'intermédiaires, des distributeurs, des investisseurs, des TCC et des sociétés de gestion. L'objectif de cette codification vise à faire en sorte que tout le monde soit en permanence en accord sur « qui est qui ». Mieux vaut donc rester sur des standards.

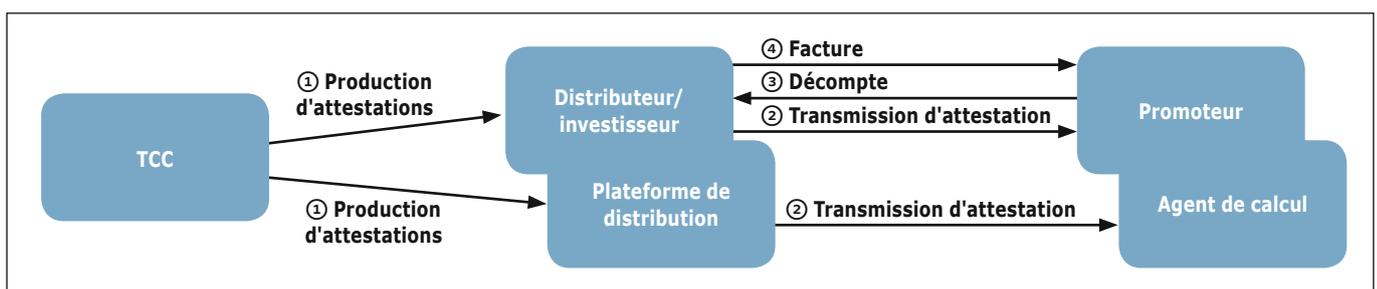
Avec 1 500 distributeurs codifiés, nous estimons que nous allons couvrir la plupart des besoins. Nous pouvons avoir des demandes ou des cas de figure où il faut créer des codes BIC, des Branch Code. Dans ce cas une société de gestion qui va ouvrir un accord commercial avec un distributeur, devra échanger avec lui sur les codes à utiliser. Ce dernier devra communiquer l'information à son TCC.

De l'autre côté le promoteur devra prévenir son TA pouvant vérifier si la codification existe et éventuellement se rapprocher du TCC de ce distributeur. Si besoin est, en accord et en transparence entre TCC et TA, la demande de création sera adressée à Euroclear France. Une coordination importante et quotidienne est donc nécessaire entre les acteurs.

Pour conclure, il est important de souligner que ce référentiel existe et fonctionne plutôt bien, l'enjeu est maintenant sa maintenance au fil du temps. Nous avons besoin de la mobilisation de tous les acteurs pour que ce référentiel continue à vivre de manière efficace et afin d'éviter les dérives.

Les attestations de positions

Dans notre rôle de banquier, de TCC, nous sommes sollicités par nos clients en conservation pour émettre des attestations à intervalles réguliers (voir schéma).



Ces attestations sont émises vers nos clients distributeurs ou des masters distributeurs qui les vérifient, les contrôlent et qui les adressent ensuite aux sociétés de gestion pour le rapprochement qu'évoquait Didier. Cela donne lieu, ensuite, d'une manière ou d'une autre à la facturation et au paiement des rétrocessions de commissions.

Aujourd'hui c'est un process qui est, effectivement, quasi totalement manuel. Ces attestations sont sous format papier et les traitements, les échanges, les contrôles réalisés sont a fortiori manuels. Cela signifie premièrement, que ce n'est pas très efficace pour l'ensemble des acteurs et pour les prestataires que nous sommes car traiter du papier prend beaucoup de temps et nécessite, en termes de contrôle, un certain nombre d'allers-retours avant de fiabiliser ces attestations.

Sur une période donnée il peut y avoir de nouveaux fonds créés, des fonds qui changent de société de gestion, qui sont restructurés et cela nécessite de remettre à jour toute la base de fonds, de codes ISIN ainsi que les liens avec les sociétés de gestion qui en sont les promoteurs. Côté distributeurs, il peut y avoir des restructurations de comptes nécessitant un certain nombre de tâches manuelles ce qui induit également des délais importants de production et de traitement pour les sociétés de gestion à même de traiter les rétrocessions un peu tardivement.

Standard d'attestation automatisable

Une première initiative a été réalisée au niveau des intermédiaires financiers visant à proposer un standard d'attestation automatisable. Le standard a été défini et validé par un certain nombre d'acteurs et a vocation désormais à être plus largement diffusé. Il s'agit d'un standard assez simple permettant aussi – lorsque le TCC le peut – de reporter sur cette attestation le BIC, BIC1 du distributeur voire la référence bilatérale quand elle est utilisée.

► Nous sommes restés très pragmatiques et modestes, puisque lorsque nous parlons d'automatisation, nous parlons d'un format Excel. Nous pourrions imaginer un format Swift, cela demanderait forcément des investissements plus importants mais le sujet est ouvert et cela peut

être une bonne piste. L'idée est de transmettre ces attestations entre TCC centralisateurs ou distributeurs sur cette base-là ; il s'agit là d'une première étape qui a vocation à se développer dans les semaines ou mois qui viennent.

► La seconde étape concerne une demande des sociétés de gestion qui souhaiteraient recevoir directement le miroir de ces attestations pour les fonds qui les concernent avec les porteurs qui les intéressent. C'est un sujet ouvert, un certain nombre de questions sont à trancher. Premièrement sur les circuits de contrôle. Les distributeurs contrôlent en général les attestations qui leur sont fournies avec un certain nombre d'allers-retours, de corrections. Si l'attestation est directement transmise à la société de gestion cela suppose que l'on ait revu ce dispositif de contrôle et que nous l'ayons modifié. Cela soulève aussi des questions sur l'autorisation, le pouvoir que donne le distributeur de transmettre à une société de gestion directement ses avoirs. L'identification des promoteurs est un autre sujet, ceux-ci ne sont pas identifiés avec des codifications uniques. Il faut donc être prudent en la matière car il ne s'agit pas d'envoyer des relevés à des promoteurs qui ne sont pas concernés par le relevé.

Les transferts

L'absence d'informations sur les transferts ne permet pas de résoudre l'équation évoquée plus haut. L'idée dans un premier temps est de s'adresser à Euroclear France qui est à même, sur une valeur donnée, de produire un fichier reprenant les mouvements Franco sur ce titre entre TCC. Cela ne permet effectivement pas d'identifier l'investisseur ou le distributeur en tant que tel mais permet d'identifier les transferts. Les sociétés de gestion peuvent commencer, lorsqu'elles le souhaitent, à reposer leur équation de manière globale. Avec les positions de départ, les mouvements, les transferts, sur un TCC donné il est donc possible d'obtenir un premier niveau de cohérence.

Lorsqu'un distributeur leur envoie une attestation avec laquelle il détecte des écarts, les sociétés de gestion ont à se rapprocher du distributeur, à analyser avec ce distributeur les flux et si ce distributeur déclare des transferts, vérifier si ces transferts sont déjà bien répertoriés dans

le fichier reçu d'Euroclear.

Il s'agit d'une première réponse, qui n'est pas encore totalement satisfaisante pour les sociétés de gestion, d'où l'intérêt d'étudier si l'on peut produire un service à valeur ajoutée qui serait à l'initiative des intermédiaires financiers, pour donner de l'information également sur ces transferts au niveau des investisseurs sous-jacents.

Voilà donc un certain nombre de réalisations qui permettent des avancées concrètes ainsi que de larges sujets à explorer dans les mois à venir.

Didier Deleage :

Je vais conclure sur les livrables de référence du groupe de travail ainsi que sur les recommandations elles-mêmes.

Les livrables de référence

Livrables plus particulièrement destinés aux SGP

► Refonte du guide professionnel AFG sur les conventions de distribution, en particulier de son annexe technique avec comme objectif qu'une partie de ces annexes aient vocation à être remises par le distributeur à son TCC pour procéder au marquage. L'annexe contient deux types d'informations : des informations qui ne concernent que la société de gestion et son distributeur – essentiellement l'aspect rémunération – et des informations telles que la liste des OPCVM, la référence de marquage à utiliser, l'arborescence de conservation qui intéresse également le TCC. L'objectif serait d'insérer une partie entre guillemets détachable qui serait donnée aux TCC et qui contiendrait à l'avance l'accord du distributeur pour l'envoi des attestations ainsi que l'accord du distributeur pour la communication de son identité à la société de gestion. Il s'agit également d'éviter la multiplication des formulaires. À noter que le corps lui-même du guide professionnel a été revu en parallèle par la commission juridique de l'AFG pour mise à jour notamment des évolutions réglementaires intervenues depuis 2007.

► Élaboration d'un modèle de formulaire pour les clients institutionnels ne faisant pas l'objet

de rétrocessions de commissions mais bénéficiant des droits d'entrée négociés. L'idée étant de mettre en place un simple formulaire qui matérialise l'accord de la société de gestion, accord qui aujourd'hui se fait le plus souvent soit par téléphone soit par e-mail. Ce formulaire contiendrait les mêmes informations destinées aux TCC pour procéder au marquage. Il s'agit à la fois d'un formulaire de confirmation d'accord de conditions de droit d'entrée dérogatoires qui contiendrait les informations que le client institutionnel ou corporate a vocation à donner à son TCC pour qu'il puisse ensuite procéder au marquage. Là encore l'accord du client pourrait être identifié à un flux de marquage.

Livrables plus particulièrement destinés aux TCC : Recueil de recommandations professionnelles AFG/AFTI déclinant les bonnes pratiques de marquage

Nous sommes partis du constat selon lequel un certain nombre d'ordres aujourd'hui étaient marqués à la réception c'est-à-dire beaucoup de marquages étaient effectués au niveau des centralisateurs, des OPCVM voyant arriver des flux et essayant, selon la nature des intermédiaires, de les marquer en fonction de ce qu'ils pensaient être le niveau de client qui intéressait la société de gestion sur ce flux. Ce modèle est imparfait car cela nous conduit à avoir des ordres marqués avec le mauvais niveau d'intermédiaire. Les centralisateurs font leurs meilleurs efforts pour que la qualité du marquage soit la meilleure possible, mais ils ne peuvent pas deviner ou inventer s'ils ne disposent pas de l'information dans son ensemble. Nous sommes donc partis du principe selon lequel l'information sur le marquage des ordres

devait provenir du donneur d'ordres à savoir du maillon disposant de la convention dérogatoire en termes de droits d'entrée qu'il a souscrite avec la société de gestion et qui est entrée dans les systèmes et initiée par le teneur de compte du client, c'est-à-dire le premier maillon de la chaîne. Ce n'est pas le cas aujourd'hui, et beaucoup de TCC en font la remarque, car les sociétés de gestion n'ont pas fait la démarche de demander au TCC de véhiculer leur référence de marquage. Un certain nombre de règles relativement simples découlent de ce constat.

Les recommandations

► La première règle est que les ordres doivent être marqués sur demande des clients des TCC et selon leurs instructions. Une action de mise à jour de leurs annexes et de communication auprès de leurs propres bases de données sera à mener par les sociétés de gestion.

► Nous avons prévu de demander aux TCC donneurs d'ordres, donc aux premiers de la chaîne, de marquer les ordres avec le code BIC 1 de leurs clients, même si les clients ne l'ont pas nécessairement demandé. Nous sommes en cours de validation auprès des commissions et des observatoires juridiques de nos deux associations respectives sur le point de savoir si nous avons bien une identité de vue sur la question.

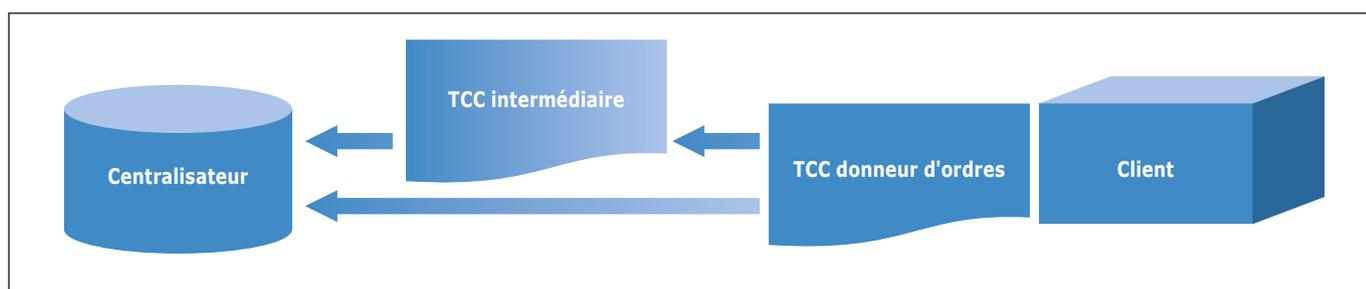
Des positions dissonantes ont été exprimées sur le sujet dans le cadre des travaux du groupe de travail, la position de l'AFG étant que dans la mesure où les fonds sont les émetteurs, ceux-ci sont en droit d'avoir connaissance de leur passif, même si chacun des clients n'a pas signé individuellement un formulaire à cet effet matérialisé notamment par la procédure TPI. Certains adhérents de l'AFTI ont fait valoir le secret bancaire

et le fait qu'un client donné ne souhaitait pas nécessairement que son identité soit matérialisée par le transfert de son BIC1 auprès de la société de gestion. Il s'agit donc d'un dernier point restant à régler avant une communication et une finalisation complète de cette règle-là.

► Le TCC intermédiaire n'est pas à l'initiation de l'ordre; il ne marque pas un ordre qui n'est pas marqué par le TCC du donneur d'ordres. Il est censé transférer l'information qu'il a reçue et la passer au niveau suivant, c'est-à-dire soit à l'intermédiaire suivant soit au centralisateur. Il n'est pas censé altérer la référence de marquage ni l'écraser, ni la remplacer, ni en rajouter car s'il en rajoute une cela va être par définition le mauvais niveau de marquage (voir schéma).

En effet, si l'on marque l'ordre avec son propre code ou le code du dernier intermédiaire, cela conduira à un résultat erroné compte tenu des principes énoncés.

► Le TCC atteste les positions selon les mêmes règles de marquage que les ordres de telle manière à ce que la réconciliation puisse se faire. Il existe quelques petites finesses dans les règles de détail, notamment dans le cadre des ordres reçus de l'étranger où l'on demanderait aux TCC de marquer les ordres avec le BIC du dernier intermédiaire si l'ordre arrive non marqué, pour maintenir un début de piste d'audit. Nos recommandations s'appliquent dans un cadre français mais nous n'avons pas nécessairement vocation à émettre des recommandations pour les TCC qui se situeraient en dehors de France et qui sont probablement moins bien équipés pour véhiculer des références de marquage que le sont les acteurs français.



Les prochaines étapes

Vous avez là la primeur des grands principes et des états d'avancées car aucune communication à grande échelle n'a encore été effectuée auprès des adhérents. Une communication a été réalisée auprès du groupe de travail, des commissions et groupes de travail compétents de l'AFG et de l'AFTI à savoir flux, stocks et conservation côté AFTI et commission IP côté AFG et à leur validation de principe. Nous n'avons pas encore à ce stade diffusé la communication à une audience plus large et cela va être un point important car des actions sont à mener aussi bien du côté des sociétés de gestion, des adhérents de l'AFG que du côté des adhérents de l'AFTI (TCC) qui doivent s'approprier ces recommandations. Nous attendons un retour des juristes sur le droit de la société de gestion à se faire communiquer l'identité d'un client sans nécessairement que ce client ait matérialisé un accord écrit.

Il nous reste un dernier tour de validation à effectuer sur le détail des recommandations professionnelles, sur des questions de wording, cela ne devrait pas poser de difficultés particulières. J'espère que la diffusion des différents livrables aux adhérents, la communication sur la question et la diffusion de l'information se feront avant cet été. La réussite de la mise en œuvre de ces recommandations passe en effet par leur appropriation par les acteurs et le fait que chacun fasse ce qui lui est recommandé en particulier concernant l'appropriation par les TCC. ■



Questions de la salle

Une question sur l'identification, il ne s'agit pas d'une préoccupation à court terme, mais des réflexions ont-elles été engagées au sein de l'AFG ou dans le cadre de vos travaux afin d'intégrer les obligations que nous pourrions avoir dans ce cadre-là? Sachant que la norme n'est pas encore définitive et qu'elle est en cours de discussion avec le FSB?

Jean Devambez:

Nous avons regardé le sujet mais pour l'instant il n'y a pas de nécessité de changer, nous continuons avec le code BIC1. Dans l'avenir – si besoin est – nous réexaminerons la question, mais pour l'instant la décision est de rester sur le setup BIC/BIC1/Branch.

QS.: Une question d'ordre général, est-ce que dans le cadre de ces dispositifs envisagés, nous avons réfléchi à la dimension européenne? Dans quel cadre allons-nous nous adapter à l'envergure Européenne?

Didier Deleage:

Nous y avons un peu réfléchi sachant que le point de recommandation de nos deux associations ne s'étend malheureusement pas en dehors de la France. Nous avons veillé à ce que ces recommandations-là s'inscrivent dans le cadre des recommandations de l'EFAMA – qui vont complètement dans le même sens. Au-delà de cela, nous sommes quand même restés sur une base assez française.

Jean Devambez:

Juste pour compléter effectivement, avec l'ouverture des marchés que nous avons devant nous, T2S... je ne suis pas capable aujourd'hui de prédire ce qui va s'imposer comme circuit. En revanche, ce que je suis en mesure de dire est que plus notre circuit est complet, efficace et rend les bons services, plus nous avons de chances de nous voir demain occuper une bonne place dans la future cartographie européenne qui va se dessiner. Cela étant, nous n'avons pas de plan d'attaque spécifique.



L'agenda européen en matière de gestion d'actifs

(UCITS V, venture capital, fonds solidaires, AIFMD niveau 2)

Didier Millerot,

Chef d'unité adjoint, Unité MARKT G 4 - Gestion d'actifs, Commission européenne

Je suis très heureux d'être parmi vous aujourd'hui afin de faire un rapide tour d'horizon des différents travaux actuels menés au plan européen dans le domaine de la gestion d'actifs.

Beaucoup de dossiers sont en cours, comme vous le verrez.

Le monde a bien changé comparé à quelques années auparavant où l'univers réglementaire européen était composé d'une seule directive: la directive OPCVM.

Depuis, évidemment nous avons eu la crise financière et une volonté de procéder à une réglementation beaucoup plus détaillée des services financiers en général et cela a touché bien entendu la gestion d'actifs.

Une volonté, plus récemment, a été de faire en sorte que cette industrie puisse contribuer à l'agenda post-crise, qui est la relance de l'économie, la recherche de sources de croissance et de création d'emplois. Cette volonté est illustrée dans deux propositions que nous avons présentées, très récemment avant Noël, de règlements sur le capital-risque et les fonds d'entrepreneuriat social. C'est une volonté très forte du commissaire européen en charge du marché intérieur et des services financiers – Michel Barnier – de faire en sorte que l'industrie financière puisse se mettre, dans toute la mesure du possible et dans toute sa force, au service de l'économie réelle et donc de la croissance et de l'emploi. Je reviendrai sur ces questions plus tard.

Je vais évoquer 5 initiatives en cours.

Mesures d'applications de la directive AIFM

La directive AIFM, adoptée formellement en 2011 après consensus politique fin 2010 est la grande nouveauté au plan européen dans le domaine de la gestion d'actifs. Elle étend complètement le champ de la réglementation européenne à l'ensemble des acteurs de la gestion et non plus uniquement aux gestionnaires de fonds OPCVM – comme c'était le cas dans le passé – mais à tout type de gestionnaire de fonds d'investissement.

La gestion collective en général fait l'objet d'une réglementation détaillée au plan européen – tant en termes d'autorisations que de règles à suivre – et bénéficie également d'un accès au marché intérieur via les mécanismes de passeports que ces directives mettent en place. Ces mécanismes permettent à des fonds et à des gestionnaires de fonds soit d'avoir accès à des investisseurs dans l'ensemble du marché intérieur soit de pouvoir investir aussi librement dans ce marché.

La directive AIFM publiée en 2011 est un texte législatif assez détaillé. À titre d'exemple, le chapitre dépositaire comprend un très grand nombre d'articles parfois très longs mais devant encore être complétés par des mesures d'exécution. Le mécanisme européen ressemble beaucoup dans ce domaine-là au mécanisme national avec des lois, des décrets d'application et des règlements.

Nous travaillons sur la même base au niveau européen et nous en sommes à présent concernant la directive – suite à la publication de la loi

– au stade de la préparation des mesures d'exécution. La Commission, pour préparer ce type de mesure, s'appuie très largement sur l'avis technique de la nouvelle autorité, européenne des marchés financiers: l'ESMA. Cet avis, publié le 16 novembre dernier, sert de base de travail dans le cadre de la rédaction des règles d'exécution que nous menons actuellement. Dans le jargon européen, nous parlons « de règlements délégués », il s'agit de la nouvelle terminologie fixée par le traité de Lisbonne.

Le règlement vient compléter l'arsenal législatif de la directive AIFM dans un certain nombre de domaines. La directive prévoit, par exemple, des seuils en deçà et au-delà desquels il est obligatoire soit de se faire agréer ou alors de pouvoir éviter cet agrément notamment pour les petits gestionnaires. Nous devons trouver un accord commun sur les règles qui permettront de calculer les actifs sous gestion car ils sont l'élément déterminant pour savoir comment fonctionnent ces seuils. Les seuils de la directive AIFM sont de 100 millions d'euros par gestionnaire ou de 500 millions d'euros pour les gestionnaires n'ayant pas recours à l'effet de levier et ayant des investisseurs qui restent dans leurs fonds pour une durée au minimum de 5 ans. C'était l'exception prévue à l'époque pour donner un régime plus allégé, notamment aux fonds de Private Equity.

Nous avons également la notion de calcul de l'effet de levier; comment calculer cette technique utilisée par un grand nombre de fonds concernés par la directive, notamment les hedge funds? Comment calculer les fonds propres? Une obligation est définie pour les gestionnaires AIFM de disposer de fonds propres et aussi dans certains cas, d'avoir une assurance

professionnelle complémentaire.

Nous préparons également des règles sur la fréquence à laquelle les gestionnaires devront communiquer des informations à leurs autorités compétentes ainsi que des règles très importantes et détaillées en matière de responsabilité des dépositaires. M. Dérobert reviendra je pense plus en détail ensuite sur ces questions, mais je jugeais utile déjà de vous présenter le contenu essentiel du règlement que la Commission est en train de préparer.

Nous avons reçu l'avis de l'ESMA en novembre dernier pour préparer ce texte et nous sommes actuellement en phase de consultation avec les États membres ainsi qu'avec certains membres éminents du Parlement européen. Une réunion aura lieu lundi 26 mars avec un groupe d'experts du Comité Européen des valeurs mobilières à Bruxelles, qui réunira les 27 États membres de l'Union. Nous avons communiqué à ce groupe d'experts un projet de texte juridique et cette réunion leur donnera l'occasion de nous faire part de leurs remarques sur ce texte.

Une réunion identique aura également lieu avec le rapporteur du texte au Parlement européen, M. Jean-Paul Gauzès – qui était aussi le rapporteur de la directive AIFM – et avec les shadows rapporteurs – les représentants des différents groupes politiques. Nous tiendrons compte des commentaires qui seront présentés lors de ces réunions pour affiner le projet de règlement que nous avons déjà pu rédiger, l'objectif étant que ce processus de consultation informel soit finalisé pour le mois de juin ou de juillet, de telle sorte que la Commission puisse adopter son texte à cette époque.

Il faut noter qu'avec le nouveau traité de Lisbonne, une procédure particulière pour les actes délégués est mise en place. Cette procédure permet – après l'adoption d'un texte par la Commission - à la fois au Parlement européen et au Conseil de s'opposer à l'entrée en application du texte en question. Nous espérons, grâce aux consultations préalables que nous aurons menées, que ni le Parlement ni le Conseil n'auront l'intention d'avoir recours à cette sorte d'arme nucléaire, mais cela reste une possibilité que nous devons toujours prendre en compte. Le texte ne devrait pas entrer en vigueur avant le mois d'octobre si le scénario optimiste se réalise. La directive AIFM est en cours de transposi-

tion au plan national. Les mesures d'exécution font quant à elles l'objet d'un règlement directement applicable, c'est-à-dire ne nécessitant pas de transposition au plan national. Ceci est une façon pour nous d'assurer qu'un maximum d'harmonisation existe pour ces règles techniques et d'éviter – dans la mesure du possible – les divergences d'interprétation entre les différentes autorités compétentes. S'agissant par exemple de questions comme le respect des seuils de la directive ou la façon dont l'effet de levier doit être calculé, il est important que chacun interprète les règles et les communique en des termes identiques.

L'objectif est que l'ensemble du dispositif législatif : directive, règlement d'application, petits textes parallèles – qui devront aussi être adoptés, notamment par l'ESMA via les règlements techniques – soit mis en place au 1er juillet 2013. C'est à partir de cette date que la directive sera en application et que les obligations qu'elle impose ainsi que les mécanismes de passeport seront en place. La directive AIFM est une commande du G20 que nous avons dû produire en très grande vitesse en 2009 avec pour objectif de réglementer l'ensemble des marchés, des acteurs et des produits financiers. La Commission a souhaité aller plus loin, il ne suffit en effet pas de réglementer les marchés pour s'assurer que les risques systémiques ou les risques en matière de protection des investisseurs seront traités de la manière la plus efficace possible : Il faut également essayer de trouver des moyens de sortir de l'ornière actuelle et donc de nouvelles sources de croissance et d'emploi. C'est toute la philosophie des propositions que nous avons présentées le 7 décembre dernier avec la mise en place de 2 nouveaux régimes juridiques pour des fonds d'investissement dans le domaine du capital-risque et de l'entrepreneuriat social en Europe.

Négociations des propositions « capital-risque » et fonds d'entrepreneuriat social

Il s'agit de permettre à ces fonds ayant actuellement beaucoup de difficultés à collecter, de pouvoir accéder à des investisseurs sur une base transfrontière, ce sur la base d'un agrément unique qu'ils auraient reçu dans leur état

d'origine. Pourquoi rajouter ces mécanismes alors que la directive AIFM existe déjà ? La réponse est la suivante :

La plupart de ces fonds, notamment les fonds de capital-risque ou les fonds d'entrepreneuriat social existant actuellement en Europe sont des fonds de taille modeste, en moyenne 60 millions d'euros pour les fonds de capital-risque, 20 millions pour les fonds sociaux. Ces fonds ne sont potentiellement pas couverts par les seuils de la directive AIFM et ne bénéficient donc pas des libertés qu'elle accorde. Cela est un premier point.

Il faut dès lors donner à ces fonds une possibilité de pouvoir se « passeporter » en termes européens. Il existe cependant, dans la directive AIFM, une possibilité d'adhésion volontaire – la procédure de « Opt-In » – permettant à n'importe quel type de fonds – même ceux qui sont en dessous des seuils, de demander à pouvoir bénéficier du passeport en adhérant volontairement à la directive. La contrepartie pour ces fonds d'utiliser cette possibilité est qu'ils vont devoir appliquer toutes les obligations de la directive, et celles-ci sont jugées par ces acteurs comme étant particulièrement lourdes et dissuasives. L'idée est donc de leur offrir un régime optionnel allégé qui les encouragera à mettre en place des fonds spécialisés dans le capital-risque.

Il ne s'agit pas d'avoir des fonds dilués qui feraient un peu de capital-risque et beaucoup de spéculation à côté car ils devront investir principalement dans des PME innovantes ou dans des entreprises sociales innovantes. Il s'agit de faire en sorte qu'ils puissent se développer et bénéficier des économies d'échelle européennes et de la taille du marché intérieur pour pouvoir canaliser davantage de ressources depuis la gestion d'actifs vers les entreprises, les PME innovantes et les entreprises sociales. Nous pouvons revenir brièvement sur un certain nombre de règles issues de ces textes.

Afin de faire en sorte qu'ils soient effectivement concentrés sur les objectifs que nous leur avons assignés, nous avons fixé un seuil minimal d'investissement dans ce que nous appelons les actifs éligibles c'est-à-dire dans des investissements directs dans des PME ou dans des entreprises sociales. S'agissant du domaine très spécifique et nouveau de l'entre-

prenariat social, nous avons dû inclure dans notre proposition de règlement une définition de ce qu'est une entreprise sociale en Europe. Il s'agit d'un domaine un peu délicat et nouveau car il n'existait pas, avant notre règlement, de définition qui soit communément admise parmi les 27 États membres. Vous imaginez bien que la notion d'entreprise sociale, d'impact social, d'utilité sociale est une notion pouvant avoir une connotation très différente entre les différents pays européens, entre le nord et le sud, entre le monde anglo-saxon et le monde latin. Nous avons essayé de trouver un compromis qui je l'espère sera satisfaisant. Lors des discussions ayant lieu actuellement au Parlement européen et au Conseil, nous observons peu de contestations sur ces questions-là, même si un certain nombre d'ajustements sont à prévoir, notamment sur la taille des entreprises. Nous n'avons pas le temps de rentrer dans ce genre de détails aujourd'hui mais encore une fois, la philosophie générale de ces textes est de faire en sorte que nous mettions en place des régimes attractifs incitant les gestionnaires d'actifs à se constituer en de tels fonds.

Une question qui je le sais est discutée en France à l'égard de ces propositions, est le fait que nous n'ayons pas proposé de dépositaires pour ces fonds.

C'était un choix conscient dans le sens où nous avons fait un arbitrage entre d'une part l'objectif de mettre en place un régime allégé et l'objectif légitime de protection de l'investisseur. Dans la balance nous avons jugé qu'il était préférable de limiter les coûts au maximum. L'industrie concernée est assez fermement opposée à l'idée d'un dépositaire car cela est trop coûteux et même inutile par rapport au business model en question. Cela a été confirmé hier lors d'une audition au Parlement européen. Un certain nombre d'États membres – la France notamment – estiment que cela est un manque dans la proposition.

Ces propositions sont actuellement négociées au Conseil européen et au Parlement. Il s'agit de propositions de règlements donc de lois européennes qui ne sont pas encore adoptées et qui sont en cours de discussion. Nous espérons – sous l'égide d'une présidence danoise très active – que ces règlements pourront être adoptés avant l'été de cette année. Ces règle-

ments, dans la mesure où ils sont directement applicables, devraient pouvoir entrer en vigueur très vite.

Avec la directive AIFM ce sont les deux dossiers sur lesquels nous travaillons actuellement au plan institutionnel, en contact avec les États membres et le Parlement.

Nous avons également un certain nombre de réformes en cours de préparation qui devraient arriver aussi très rapidement.

Une réforme OPCVM ciblée ?

Une réforme ciblée de la directive OPCVM est attendue depuis quelques mois. Lorsque nous avons renforcé ou proposé un régime dépositaire très complet, très harmonisé et aussi très protecteur de l'investisseur dans le cas de la directive AIFM, une sorte de consensus politique est apparu à l'époque pour dire qu'il était nécessaire d'étendre ce régime au monde OPCVM.

La directive AIFM ne vise que les investisseurs professionnels, les types de fonds couverts ne sont pas jugés comme étant accessibles à des investisseurs de détail. La directive OPCVM a vocation à être une directive de détail. Il est anormal qu'à l'heure actuelle les investisseurs professionnels investissant dans des parts de fonds AIF soient mieux protégés que les investisseurs de détail investissant dans des parts d'OPCVM. Nous allons normalement soumettre au début du mois de mai une proposition de réforme de la directive OPCVM dont l'objet sera de renforcer le chapitre dépositaire de cette directive.

Deux autres points seront insérés dans cette proposition :

► Un point sur la rémunération des gérants. Il s'agit d'une politique horizontale de la Commission européenne que de mettre dans toutes ses propositions de réglementation financières dans le domaine bancaire, assurance, gestion d'actifs, entreprise d'investissement, des règles en matière de rémunération des personnes concernées afin de limiter les incitations à la prise de risques inconsidérés.

► Des règlements en matière de sanctions visant à assurer qu'au niveau des États membres il y ait toujours des sanctions administratives suffisamment dissuasives et efficaces pour

assurer simplement la bonne application des règles européennes.

Quelles règles pour les dépositaires OPCVM ?

Nous allons traiter quatre questions, qui sont classiques et qui sont celles de la directive AIFM.

Critères d'éligibilité

Devons-nous limiter la possibilité d'être dépositaire d'OPCVM aux banques ou faut-il ajouter les sociétés d'investissement autorisées pour ce type d'activités dans le cadre de la directive MIF? Nous devons également prendre en considération le fait que dans certains États membres, des entités juridiques ont pu traditionnellement remplir des fonctions de dépositaire et pourraient légitimement demander qu'elles puissent continuer à le faire. Nous allons devoir traiter ces questions, sans doute en leur donnant ce que l'on appelle « une clause de grand-père » en termes européens, c'est-à-dire la possibilité de s'adapter aux nouvelles règles dans un délai plus long que celui prévu par la directive. Il s'agit d'une sorte de clause d'adaptation. Il n'y a rien de véritablement nouveau concernant les critères d'éligibilité, cela sera tout à fait conforme à ce que nous avons réalisé dans la directive AIFM.

Définition des tâches

Quelles sont les tâches que doit remplir un dépositaire et quels sont les types d'actifs devant être conservés par rapport aux actifs devant faire l'objet d'une tenue de compte ou d'une vérification de propriété? Là aussi rien de nouveau. Où faut-il classer les produits dérivés et où faut-il placer les titres participatifs dans les entreprises non cotées? Ces questions font l'objet de travaux assez importants au niveau de l'ESMA actuellement.

Règles en matière de délégation

À quel type d'entité un dépositaire peut-il déléguer certaines tâches lorsque cette délégation a lieu en dehors de l'Union Européenne? Quelles sont les conditions que nous devons imposer aux entités?

Régime de responsabilité protecteur de l'investisseur

L'un des points de départ politique de ces réformes des règles en matière de dépositaire au niveau européen est bien entendu la fraude Madoff qui est toujours dans l'esprit des députés et des ministres et les incite à placer la barre très haut en matière de protection de l'investisseur. Elle les incite en effet à imposer une responsabilité dans le chef du dépositaire qui soit la plus stricte possible et à limiter à des cas strictement circonscrits les cas dans lesquels le dépositaire peut s'exonérer de cette responsabilité. Il existe dans la directive AIFM une possibilité d'exonération contractuelle visant à insérer dans des contrats de délégation des clauses qui transmettent la responsabilité du dépositaire vers son sous-conservateur ou son sous-dépositaire selon la façon dont vous l'appellez. Nous nous posons la question de savoir actuellement s'il est justifié de permettre une telle possibilité de transférer la responsabilité dans un univers qui est celui de la directive OPCVM. Mais sur ce point la décision n'a pas encore été prise et je vous donne rendez-vous au mois de mai pour voir quelle sera la décision de la Commission dans ce domaine.

Concrétisation du projet PRIIPs¹

Il s'agit là aussi d'une initiative annoncée par la Commission il y a quelque temps et qui a un peu tardé à se concrétiser. Le point de départ est très simple, il s'agit de faire en sorte que les investisseurs européens, lorsqu'ils sont confrontés à des offres d'achat de produits d'investissement – que ce soit des parts d'OPCVM, des produits bancaires structurés, des produits d'assurance – soient traités de la même manière, et ce, tant au niveau de l'information précontractuelle qui leur est donnée qu'à celui des disciplines, des règles qui sont imposées aux distributeurs en termes de présentation et de prise en compte de l'intérêt du client.

Le projet PRIIPs est assez simple mais cependant un peu plus difficile à mettre en œuvre sur le plan législatif. Les choses ont démarré au niveau des pratiques commerciales par la réforme de

la directive MIF présentée en octobre dernier et qui étend les disciplines de la directive à un certain nombre de produits qui n'étaient pas couverts jusqu'à présent. Elle continuera avec la proposition de règlements que nous allons présenter sur l'information précontractuelle. Sur ce dernier point, l'idée là aussi est assez simple. Nous avons eu une réforme dans le cas de la directive OPCVM avec la transformation du prospectus simplifié en document d'informations-clés pour l'investisseur. Ce document, s'il est rédigé de façon claire et compréhensible devrait permettre à l'investisseur de prendre les décisions d'investissement en toute connaissance de cause, l'idée étant d'étendre cette notion de document-clé à l'ensemble des produits d'investissement qui sont en concurrence. Cette réforme sera complétée par des changements apportés à la directive intermédiation en assurance qui visera, elle, à étendre les disciplines de la directive MIF aux intermédiaires et aux agents d'assurance.

La proposition de règlement sur l'information précontractuelle et celle sur la réforme de la directive intermédiation devraient être présentées en même temps que la réforme de la directive OPCVM dans un paquet appelé « paquet protection de l'investisseur » qui devrait être adopté par la Commission européenne début mai. Certaines incertitudes subsistent encore sur la date en raison notamment de quelques difficultés avec la préparation de la directive sur l'intermédiation mais les choses devraient arriver assez rapidement.

Le dernier point concerne le débat actuel, au niveau international, sur ce que l'on appelle le « Shadow Banking » ou le système bancaire parallèle. Des groupes de travail dans le cadre du Conseil de stabilité financière, (FSB) et de IOSCO discutent des risques potentiels, des risques systémiques que certaines entités, certains acteurs des marchés financiers – qui ne sont pas des banques – pourraient présenter pour l'économie. La gestion d'actifs est couverte. Certains types de fonds – par exemple les fonds monétaires ou les fonds cotés en bourse, les ETF – sont dans le collimateur de certains régulateurs internationaux, étant perçus comme

une source potentielle de risques, notamment en termes de stabilité financière, dans le cas de problèmes qui pourraient impacter à la fois d'autres acteurs des marchés financiers, mais aussi l'économie. Ces travaux sont en cours et devraient déboucher sur des recommandations qui seront adressées à l'ensemble des membres du G20, au plus tard à la fin de cette année.

La Commission devra – dans sa capacité d'initiateur de la réglementation européenne – prendre en compte ces recommandations pour décider s'il y a lieu ou non d'adopter une nouvelle vague de réformes de la réglementation financière européenne.

Dans cette nouvelle vague de réformes, il pourrait y avoir des propositions concernant la gestion d'actifs et en particulier ces fonds monétaires et ces ETF.

Certaines pratiques, comme les questions de prêt-emprunt de titres, les questions liées à la qualité des collatéraux adossés à certaines opérations financières, notamment certains produits dérivés, sont des questions qui sont traitées dans ce groupe et qui pourraient le cas échéant faire l'objet de réformes ciblées au niveau européen.

D'une manière plus globale également, des débats sont actuellement en cours sur le caractère adapté de la directive OPCVM en général. Est-ce que, notamment au regard de l'entrée en vigueur de la directive AIFM, les règles d'investissement de la directive OPCVM – qui ont été étendues et libéralisées de façon très importante lors de la réforme OPCVM III en 2001 tiennent toujours la route et n'exposent pas les investisseurs de détail à des risques qui seraient inconsidérés? Cela ne vaudrait-il pas mieux que ce type de politique d'investissement soit transféré de l'univers OPCVM à l'univers AIFM?

Là aussi le débat est en cours et aucune position de la Commission sur ce point n'a été retenue pour l'instant mais cela pourrait être traité dans le cadre d'une éventuelle réforme de la directive OPCVM. Cette réforme pourrait intervenir l'année prochaine mais encore une fois absolument aucune décision n'a été prise là-dessus, même si beaucoup de choses en revanche ont été dites. ■

¹ PRIIPs: *Packaged Retail Investment Products*.



Questions de la salle

Dans le projet actuel de directive OPCVM V, qu'est-il prévu concernant la gestion du passif? De mon point de vue, Madoff est davantage un problème de perte de valeur de l'actif plutôt qu'un problème de transfert des parts. Or, vous semblez le traiter comme un problème de transfert des parts et de propriété des titres par le fonds et donc le dépositaire?

Didier Millerot: Oui, nous le traitons comme cela. Nous estimons qu'en clarifiant les responsabilités du dépositaire, notamment son rôle en cas de délégation – puisque dans le cas Madoff une délégation de conservation et de gestion avait été effectuée dans des conditions peu claires – nous pourrions éviter la réédition de ce genre de problème. Concernant le point sur la gestion du passif, je serai prêt à en discuter un peu plus.

QS.: Typiquement aujourd'hui dans l'affaire Madoff, il est demandé aux dépositaires enregistrés dans les livres des fonds Madoff d'avancer éventuellement les fonds car ils apparaissent comme les propriétaires en tant que tels, donc cela est une perte de valeur et la valeur a été donnée au fonds souscripteur. Le dépositaire lui n'est pas intervenu dans ce système-là. Nous allons donc faire supporter à des intermédiaires, les dépositaires, des pertes qui sont des pertes d'investissements, de choix d'investissements alors qu'il n'y a pas lieu de le faire. Ce pilier-là n'est pas traité et c'est toute la question qui se pose au niveau de l'AFG et de l'AFTI dans la convention dépositaire, de savoir comment représenter les

sociétés de gestion auprès des registrars et permettre l'inscription des dépositaires pour compte de la société de gestion ou du fonds de la société de gestion afin de parvenir à une vraie transparence. Nous avons ces mêmes problèmes pour le marquage des ordres et même pour la lutte contre le blanchiment. Nous n'avons donc toujours pas traité cette partie gestion du passif qui est très importante et devient de plus en plus pesante.

D.M.: Effectivement, je ne pense pas que nous traitions cette question-là, mais continuons le dialogue et voyons s'il y a lieu de réformer encore la directive sur ce point-là.

QS.: Un petit commentaire sur la cohérence des textes sur lesquels vous travaillez en ce moment. Notamment AIFM, OPCVM V et les deux projets de règlement. Vous avez à juste titre souligné qu'OPCVM V vise à tirer les enseignements de Madoff. Je m'interroge sur l'articulation de ce postulat avec le fait que nous allons créer deux labels européens, pour lesquels nous ne voyons pas d'intérêt.

Il ne s'agit pas de répliquer le dépositaire à la « sauce » AIFM mais ne faut-il pas prévoir un système de contrôle minimal pour ces véhicules?

D.M.: Oui, ce sont les termes du débat actuel: existe-t-il un besoin et un risque? Si tel est le cas, il faudra effectivement prendre les mesures qui s'imposent. Mais nous avons un autre risque qui est celui de voir une industrie très spécifique nous dire que finalement le règlement ne sert à rien. Dans cette hypothèse, nous aurons complètement raté notre objectif. Je pense qu'il existe des moyens de trouver effectivement une voie médiane et de mettre en place un régime qui soit à la fois utile et allégé.

QS.: Oui, je pense que finalement cela est davantage lié à un problème d'incompréhension du rôle du dépositaire, qui n'est pas là pour compliquer le travail des gérants. Un effort de pédagogie est à réaliser et nous nous y attachons.

D.M.: Oui, il faut vraiment savoir de quoi on parle.

QS.: Cela représente au moins 30 % quand même.

D.M.: Oui, mais pas tous et pas toujours. Lorsque c'est le cas effectivement, la question devient légitime.

QS.: Une question sur le label que vous avez évoqué. C'est une perspective intéressante et il semble qu'il y ait, avec la présidence danoise, l'introduction d'une limite d'actifs sous gestion pour pouvoir bénéficier de ce label et les 500 millions d'euros auraient été réintroduits. Je voulais attirer votre attention sur ce sujet-là, parce que des sociétés de gestion ayant un encours plus important peuvent être intéressées à intervenir dans le domaine de l'entrepreneuriat et du soutien social.

D.M.: Ce point est effectivement discuté. Nous avons proposé que le règlement ne soit applicable qu'à des gestionnaires qui gèrent moins de 500 millions d'euros, l'idée étant qu'il ne fallait pas modifier la directive AIFM fraîchement adoptée et qui avait fait l'objet de débats politiques assez délicats. Il était donc peut-être assez inopportun de le faire. Mais effectivement, cette solution pose un problème de deux ordres à savoir qu'elle empêche finalement les fonds de se développer et d'aller au-delà de 500 millions d'euros – ce qui est notre objectif. Elle empêche également les gestionnaires mixtes d'avoir dans leur portefeuille ce type de fonds car l'ensemble des fonds sont comptabilisés pour le seuil AIFM. Ce que nous essayons de permettre – si vous dépassez le seuil de 500 millions d'euros – est de pouvoir au moins conserver le label et d'avoir le cas échéant, accès aux investisseurs supplémentaires que nos propositions ont prévus. Contrairement à la directive AIFM qui ne concerne que les investisseurs professionnels tels que définis par la directive MIF, nous avons rajouté une catégorie d'investisseurs éligibles, hybrides entre le retail et le professionnel, notamment pour permettre à des gestionnaires de fonds, à des Business Angels de pouvoir aussi s'investir dans ce type de fonds. Compte tenu

de l'environnement réglementaire global et des contraintes de plus en plus grandes qui pèsent sur les investisseurs professionnels, sur les institutionnels, le fait de leur donner accès à ce type de fonds est pour nous un complément essentiel. Certains pays sont extrêmement sensibles à cette question, notamment un très grand pays européen, qui est très réticent à l'idée de toucher à la directive AIFM. Nous verrons quel sera le résultat du débat, c'est une vraie question, je vous remercie de l'avoir posée.

QS. : *J'ai deux questions par rapport à OPCVM V, vous parlez d'une standardisation, est-ce que cela sera assorti d'un passeport? Finalement nous avons le passeport société de gestion, quid du passeport dépositaire? De façon plus générale, un voile pudique est jeté depuis une éternité sur la responsabilité du dépositaire. Nous sommes en train de la définir, de la renforcer, de fortement la renforcer par rapport à certains pays. Et quid des fonds propres?*

D.M. : Nous ne proposons pas de passeports. Je suis d'accord, c'est assez atypique et deux raisons sont liées à cela.

► La première relève d'un reste des négociations de la directive OPCVM IV où nous avons souhaité mettre en place le passeport de la société de gestion. À l'époque, un très grand nombre d'États membres, d'autorités compétentes ont estimé que pour assurer une supervision efficace de cette nouvelle structure il était important de faire en sorte que le dépositaire continue à être localisé dans l'État membre où le fonds est établi, supervisé. Cela fait partie du deal. C'est la première raison.

► La deuxième raison est qu'au moins au niveau de la perception qu'à la Commission des choses, l'industrie est assez partagée sur ce point. Nous ne percevons pas une vague de demandes en vue d'un passeport. Ceci étant, la question se pose naturellement, chaque fois que l'on réglemente les choses au niveau européen. Nous imposons des obligations, mais nous avons également vocation à accorder des droits, la question se pose donc de manière légitime. Nous n'allons sans doute pas le proposer dans notre texte, en revanche le débat peut très bien

avoir lieu au Parlement, au Conseil. Si vous estimez que cela manque, c'est l'endroit où il faut le soulever. Dans le cadre d'AIFM, nous avons aussi eu cette même discussion par rapport au débat OPCVM. Là aussi des États membres ont estimé qu'il fallait maintenir cette localisation commune entre le dépositaire et le fonds. Nous avons même dû mettre en place une exception spéciale pour un pays, Malte, afin de lui permettre d'accepter un passeport dépositaire à titre temporaire – ce qui est assez spécial du point de vue de la réglementation européenne, mais je ne m'attarderai pas là-dessus.

Concernant votre deuxième question, nous ne traitons pas, à ma connaissance, les fonds propres directement. Nous les traitons simplement indirectement via le fait que nous allons estimer comme étant éligibles des banques et des sociétés d'investissement MIFID. Les règles en matière de fonds propres seront déterminées par les directives bancaires et la directive MIF, laquelle fait référence aussi à ces directives.

QS. : *Concernant les échéances et le calendrier que vous nous avez donné qui est assez optimiste, à quel point ce calendrier va-t-il être sensible aux élections présidentielles et législatives à venir?*

D.M. : Nous sommes maintenant 27 États membres et si l'on devait à chaque fois prendre en compte les échéances électorales nous n'avancerions pas. Mais cela arrive, lorsqu'un dossier est particulièrement sensible pour un pays et qu'il peut influencer sur un événement électoral, nos autorités politiques à la Commission peuvent être sensibilisées à la question. À titre personnel, je ne vois pas – dans les différentes questions que nous avons traité – de choses qui pourraient être tellement déterminantes pour l'élection présidentielle française. Je note que l'absence de dépositaire dans les propositions sur les règlements capital-risque et sociaux est une question qui tient beaucoup à cœur au gouvernement Français. Est-ce que ça va influencer sur le traitement des

dossiers? Franchement je ne pense pas, mais je peux me tromper.

QS. : *Une question concernant votre deuxième point, sur les ETF sous le feu des projecteurs, est-ce que tous les types d'ETF sont de la même façon sous le feu des projecteurs? Ou est-ce que cela concerne plus particulièrement des ETF qui répliquent à l'inverse les indices par exemple et pouvant être utilisés soit pour se protéger soit pour spéculer, donc avec une liaison avec le titre?*

D.M. : Notre approche est que tous les types d'ETF devraient être examinés; les synthétiques comme ceux qui font de la réplication physique. Les risques peuvent être différents ou les mêmes. Il existe des pratiques de prêt-emprunt de titres dans un domaine, il est question de collatéral dans l'autre. Notre approche encore une fois – et je pense que c'est aussi le cas des travaux au plan international – est d'essayer de balayer assez large au début pour faire en sorte qu'à la fin nous trouvions un consensus sur ce qu'il est utile de faire. De notre point de vue, nous appréhendons la notion d'ETF dans sa globalité. D'autres types d'instruments répliquent également les politiques d'investissement des ETF et qui ne sont pas des fonds, pourraient le cas échéant présenter des risques similaires. Il faut donc garder cela en tête.





AIFMD niveau 2 : position de l'ETDF

Éric Dérobert,
Directeur des affaires publiques, CACEIS

Merci à Didier Millerot de nous avoir rappelé le calendrier de la directive AIFM, nous en saurons donc davantage d'ici quelques jours sur les actes délégués, ou mesures de niveau 2 concernant AIFMD.

Par ailleurs, la table ronde de cette fin de matinée nous permettra d'envisager les aménagements éventuels et les opportunités pour la place de Paris, dans le cadre de la mise en œuvre, après juillet 2013 de la directive.

À ce stade du débat, je souhaite situer le message des dépositaires de fonds européens.

Présentation de l'ETDF (European Trustee & Depository Forum)

Pourquoi ETDF et non AFTI?

L'AFTI a été, il y a déjà quelques années, le promoteur d'un regroupement de dépositaires européens. (8 pays sont actuellement représentés, soit la majeure partie du secteur en Europe), avec pour objectif d'échanger sur nos pratiques et de déterminer des positions communes qui, lorsque l'actualité l'exige, peuvent être portées de façon collective. L'ETDF a été très présent sur le dossier AIFMD et nous avons été reçus par la Commission, des Parlementaires européens et l'EFAMA. Fondateur de l'ETDF, l'AFTI reste très impliquée dans l'organisation et le fonctionnement de l'ETDF. Je saisis cette occasion pour remercier l'ensemble des membres de l'observatoire international de notre association, sans l'effort desquels la coordination des actions nationales et la définition d'un message commun de la profession n'auraient pas atteint ce résultat.

L'AFTI participe ainsi au succès d'une initiative européenne. Je crois bon de le souligner.

Il est également important de préciser que les messages de l'AFTI sont partagés par ses partenaires européens.

Le dépositaire selon la directive AIFM

La directive AIFM (de « niveau 1 ») définitivement adoptée en juillet dernier traite de nombreux points, mais un sujet tient évidemment particulièrement à cœur à l'AFTI. Il s'agit de

l'article 21 sur le dépositaire.

L'article décline ainsi les points suivants :

L'obligation de désignation d'un dépositaire unique

Cette obligation, qui semble aller de soi dans certains pays dont le nôtre, correspond toutefois à une précision utile au niveau communautaire

Les critères d'éligibilité du dépositaire

Pourront être dépositaires selon l'article 21 de la directive AIFM (voir schéma ci-dessous).

Les institutions de crédit européennes

- Autorisées selon la directive 2006/48/EC (CRD)

Les sociétés d'investissement européennes

- Autorisées selon la directive 2006/49/CE (MIF)

Les entités autorisées au niveau national

- Autorisées par la directive UCITS

Les entités équivalentes non européennes

- Pour les fonds domiciliés dans les pays tiers, sous condition de critères de fonds propres et de supervision, et en présence d'accords fiscaux avec les pays de distribution.

Les entités autorisées au niveau national

- Pour les fonds sans possibilité de rachat avant 5 ans, et marginalement investis en actifs relevant de la tenue de compte conservation.

Les principales fonctions du dépositaire

(schéma du haut)

La définition des différents périmètres d'actifs est très importante car elle détermine les fonctions, et donc les responsabilités du dépositaire.

Nous soutenons cette approche et souhaitons que les mesures déléguées d'AIFMD apportent la plus grande précision possible à la définition des actifs en conservation, tout en tenant compte de la réalité des pratiques professionnelles.

Les autres actifs correspondent à des tâches de vérification de propriété et de tenue de position proches de celles que nous connaissons en France. En ce qui concerne les flux espèces, il s'agit d'une fonction de surveillance.

Relevons à ce stade que la directive AIFM impose également des contraintes fortes en termes d'informations de la part des sociétés de gestion à l'égard et en direction – évidemment du régulateur – mais également du dépositaire, ce qui apparaît légitime et indispensable pour l'accomplissement de ses tâches.

La mission de contrôle

(schéma du milieu)

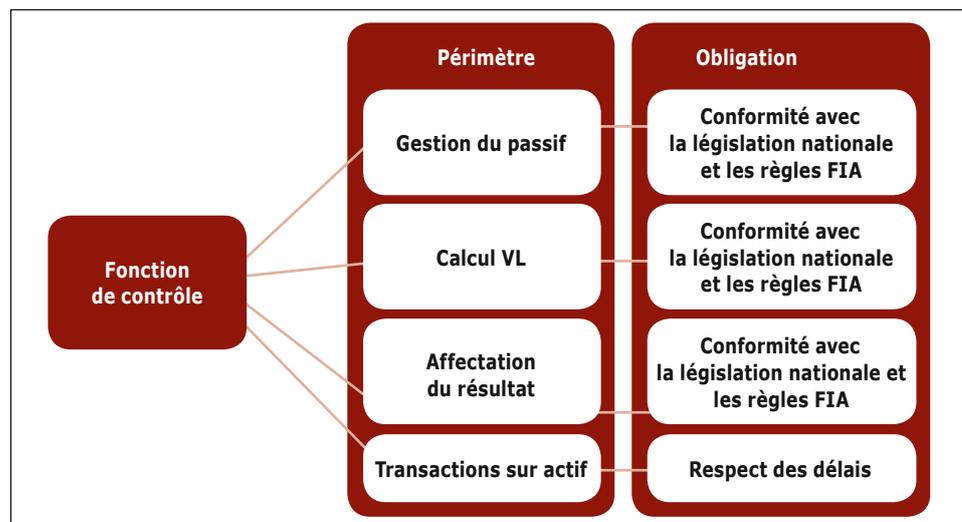
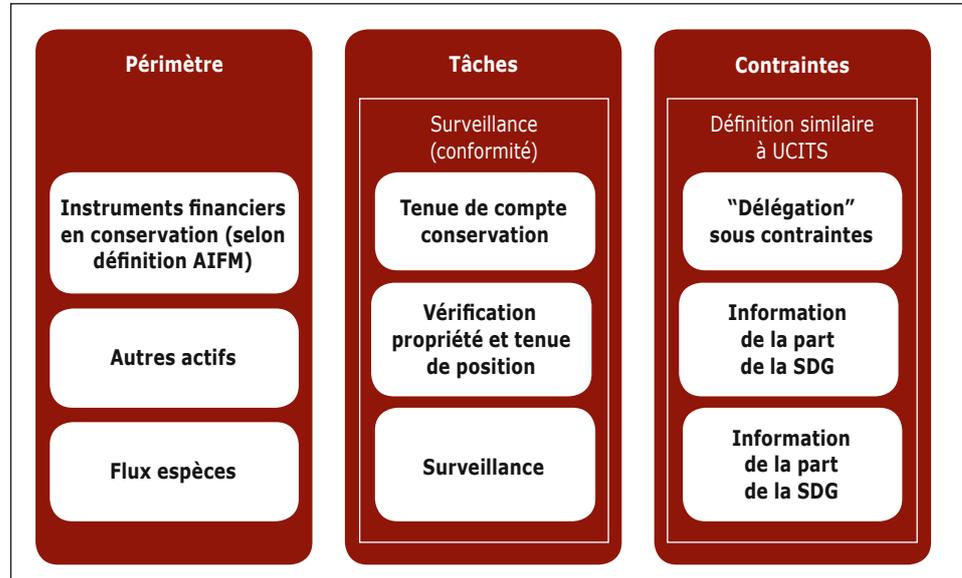
Quelques points ont été précisés par AIFMD dans le cadre de la mission de contrôle du dépositaire.

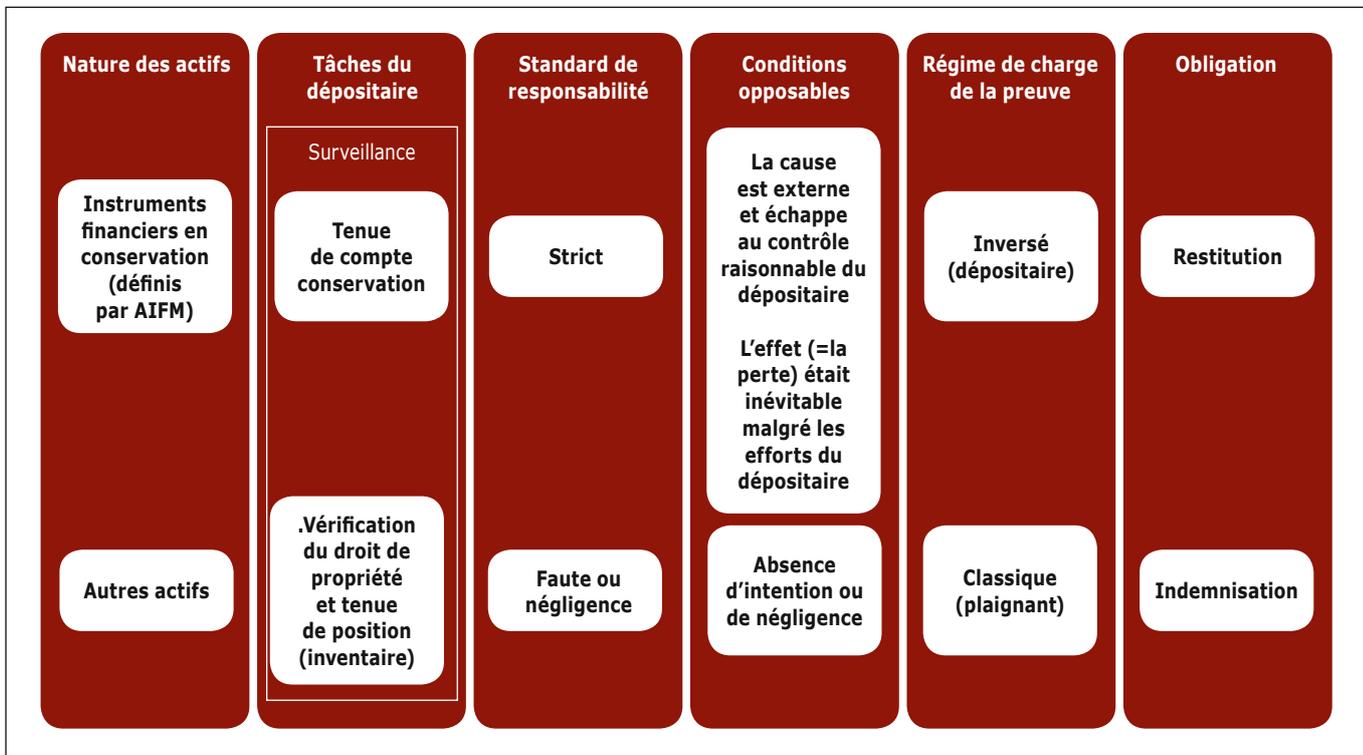
Rappelons que ces contrôles doivent être effectués en conformité avec la réglementation nationale.

Les conditions de délégation des tâches du dépositaire

(schéma du bas)

Ces conditions affirment et formalisent les meilleures pratiques, déjà mises en œuvre par les dépositaires, tels que les principaux dépositaires européens, au premier rang desquels figurent les membres de l'AFTI. AIFMD attend ainsi que ces pratiques soient appliquées par tous au niveau européen.





La mise en jeu de la responsabilité du dépositaire

(schéma ci-dessus)

La nature des actifs définit en grande partie le type d'obligation pour le dépositaire.

Première remarque: Les conditions opposables au régime « strict » – sont les causes externes qui échappent au contrôle « raisonnable » du dépositaire. Permettez-moi d'insister sur le terme « raisonnable », « dont l'effet, ou la perte – serait inévitable malgré les efforts du dépositaire ».

Deuxième remarque: Le régime de la preuve est dit « inversé », ce qui signifie que ce sera aux dépositaires d'apporter la preuve qu'ils ont respecté la directive, ainsi que la réglementation déléguée

Les conditions de transfert de la responsabilité au sous-conservateur

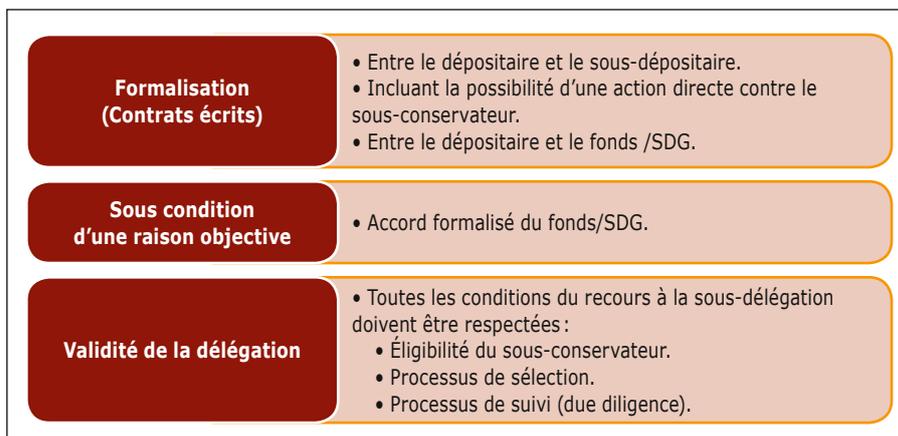
(schéma ci-dessus)

À ce stade, deux possibilités de transfert sont prévues par la directive AIFM.

La première présente de fortes contraintes de formalisme et d'informations. Seul l'avenir permettra de déterminer si le marché permettra la mise en œuvre de ce type de modalités, car, même dans ces circonstances, le dépositaire restera soumis à de fortes obligations à l'égard

du réseau de sous-conservateurs.

La seconde possibilité, à laquelle je crois peu à titre personnel, concerne, toujours sous condition de formalisme et d'informations préalables aux porteurs, la possibilité de s'exonérer de cette responsabilité si la surveillance prudentielle des sous-conservateurs n'existe pas, ou ne serait pas conforme aux critères internationaux. J'envisage peu de cas où un tel constat soit possible a priori.



Les messages de l'ETDF

Conserver l'équilibre défini par la législation de niveau 1

La directive AIFM a réussi, après de longs débats, à fonder les bases d'un système équilibré en termes de rôle et de responsabilités des différents acteurs.

Les membres de l'ETDF souhaitent donc vivement que la réglementation déléguée (niveau 2) préserve ce résultat.

► Les conséquences du renversement de la charge de la preuve :

Le régime de preuve « inversée » correspond à une exigence très forte en termes de précision. En effet, le dépositaire doit avoir une connaissance claire de ses obligations pour pouvoir, le cas échéant, être en mesure d'apporter la preuve de la conformité de ses actions. Il nous semble qu'il s'agit du premier objectif que devraient permettre de réaliser les mesures de niveau 2.

► Conserver la notion de contrôle raisonnable du dépositaire (Art 21)

Le concept de contrôle raisonnable du dépositaire est inscrit dans la directive de niveau 1. Les membres de l'ETDF estiment qu'il est essentiel de conserver cette notion de « raisonnable » car ce qui n'est pas raisonnable n'est tout simplement pas applicable, et ainsi crée une zone de risque et une source pour de futurs contentieux. À titre d'exemple, les membres de ETDF estiment que, s'il est légitime de contrôler et d'assurer en tant que dépositaire le contrôle sur les fonctions déléguées, cette exigence ne peut être comprise comme devant s'étendre à l'ensemble des fonctions et risques générés par le groupe financier ou bancaire auquel cette tâche a été déléguée. ETDF souhaite également que soient précisées les obligations d'information du dépositaire, à l'AIFM, à l'égard du risque de conservation. Reconnaître les limites de l'action du dépositaire est fondamental en ce qui concerne la ségrégation des actifs.

Le principe de ségrégation, essentiel en termes de sécurité des droits des tiers dans le cadre d'un défaut d'un sous-conservateur, est justement imposé dans la directive de niveau 1.

ETDF est très attentif à ce que les mesures de niveau 2 pourraient proposer au titre de « mesures alternatives », que le dépositaire pourrait avoir à mettre en œuvre lorsque le principe de ségrégation est ni reconnu, ni satisfaisant.

Préciser le champ de la tenue de compte conservation

Ensuite, deuxième message de l'ETDF, il est important de déterminer précisément le champ de la tenue de compte conservation, dans la mesure où les conséquences en termes d'obligations et de régime de responsabilité du dépositaire sont fortes, selon qu'un actif relève, ou non, de ce périmètre. ETDF rappelle à cet égard que le lieu de conservation devrait être le principal déterminant, de même que le fait que ce lieu ait été sélectionné par le dépositaire. ETDF souhaite ainsi que les mesures de niveau 2 apportent des clarifications en ce qui concerne les actifs en garantie, les parts d'OPC enregistrées dans des registres ainsi que les actifs détenus par des infrastructures de marché, telles que les CSD et les CCP.

Prochaines étapes

L'ETDF organisera prochainement une réunion au Parlement Européen sous le patronage de Jean-Paul Gauzès, rapporteur de la directive AIFM.

Cela sera, une fois de plus, l'occasion d'échanger avec les parlementaires européens, et la Commission, sur les futures mesures déléguées d'AIFM. Nous n'oublions bien évidemment pas le Conseil Européen et les différents membres de l'ETDF coordonnent également leurs actions auprès des représentations nationales.

Conclusion

Les dépositaires de fonds se sont légitimement fortement impliqués dans le projet AIFM qui a réservé une place significative à leur mission dans la réglementation.

Les dépositaires y voient une reconnaissance bienvenue de leur rôle et en espèrent à la fois une clarification et une harmonisation européenne de leurs missions et de leurs responsabilités.

Nous relevons également avec satisfaction que le futur projet UCITS devrait largement s'inspirer des dispositions prévues par AIFM. Notre objectif est parfaitement compatible avec celui des régulateurs. Il est toutefois essentiel, à ce stade ultime des débats, que l'urgence, ou l'incompréhension, ne mettent pas à mal un équilibre que la directive avait réalisé entre un niveau d'exigence élevé, conséquence d'un régime de forte responsabilité pour le dépositaire et la reconnaissance des limites de l'action du dépositaire, qui ne peut pallier les carences, en tous lieux, et en toutes circonstances, de la supervision bancaire ou de la sécurité juridique des actifs financiers

Ainsi, nous espérons que ce message de clarté et de responsabilité, porté par l'AFTI, sera entendu et retenu pour la définition du futur cadre législatif dont l'objectif ultime est de renforcer l'attractivité du modèle de l'industrie européenne de la gestion. ■



TABLE RONDE

Comment tirer parti de la directive AIFM dans le contexte actuel ?

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

Participants :

- **Pierre Bollon**, Délégué Général, AFG
- **Frédérique Bouchet**, Directrice Générale, COO, CIAM
- **Natasha Cazenave**, Adjointe au Directeur de la division Gestion d'actifs, Direction de la régulation et des Affaires Internationales, AMF
- **Axelle Ferey**, Director, Private Equity - Product & Account Development, Ernst and Young Luxembourg
- **Paul Perpère**, Délégué Général, AFIC
- **Bruno Prigent**, Directeur du Métier Titres, Société Générale Securities Services et Vice-Président de l'AFTI,



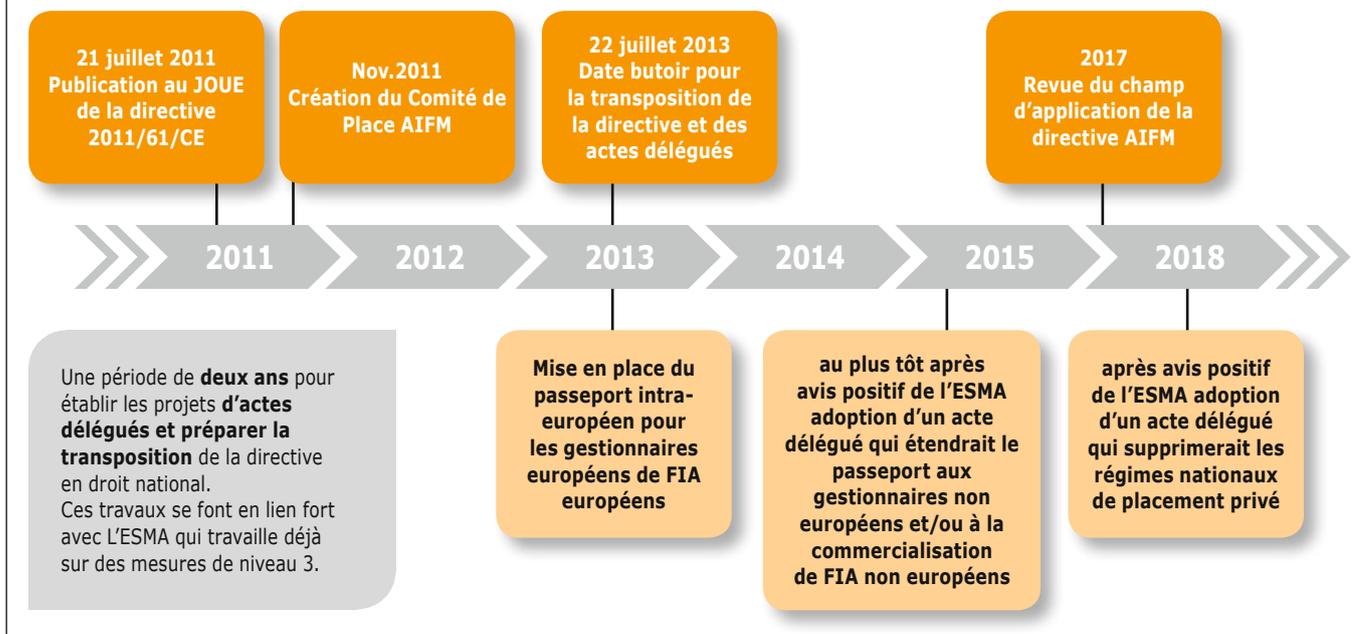
Karima Lachgar

Bonjour à toutes et à tous.
Merci d'être restés aussi nombreux pour échanger avec nous sur les enjeux de la directive AIFM pour la Place de Paris. Avec les interventions précédentes de Didier Millerot et Éric Dérobert, certains aspects liés au contenu et au calendrier ont été évoqués. Mais si vous me le

permettez – très rapidement et pour assurer la bonne compréhension des débats à venir – je souhaite mettre en lumière deux éléments de contexte.

► Le premier est le calendrier que Didier Millerot a rappelé (voir schéma page 25). La directive est entrée en vigueur au 21 juillet 2011 et se caractérise par une mise en œuvre en plusieurs étapes, sur les aspects de commercialisation et de « passeportage », avec une première échéance très attendue l'année prochaine qui se traduira par la mise en œuvre effective du passeport intra-européen. La deuxième échéance aura lieu en 2015 au plus tôt avec l'extension de ce passeport intra-européen aux gestionnaires non-européens et/ou

Dates clés pour une mise en œuvre en plusieurs temps



à la commercialisation des AIF non-européens. Enfin, la dernière échéance – en 2018 au plus tôt également, après avis positif de l'ESMA – sera la suppression des régimes nationaux de placements privés. En 2017 s'intercalera la question sensible de la revue du champ d'application de la directive qui pourrait se traduire soit par un élargissement du périmètre – qui est déjà assez conséquent, soit – hypothèse moins probable je crois – par une restriction de la liste des véhicules concernés.

Le deuxième élément de contexte est que cette mise en œuvre en plusieurs temps s'inscrit dans un agenda législatif et réglementaire complexe et lourd avec des projets très structurants pour le buy side, notamment Solvency II, mais également avec des textes qui a priori ne concernent pas les acteurs Européens mais qui – compte tenu de leur logique et de leur caractère extraterritorial – peuvent potentiellement remettre en cause les modèles existants. Voilà donc un contexte particulier, je dirais même assez inédit (voir schéma page 26).

Si j'ai considéré utile de vous dépeindre le paysage dans lequel nous évoluons aujourd'hui,

ce n'est pas pour que l'auditoire prenne la fuite mais bien parce que notre ambition avec les intervenants de ce matin, est de souligner, malgré un contexte économique encore fragile et ce flot de textes législatifs et réglementaires que nous avons parfois du mal à appréhender et à absorber, l'existence de gisements d'opportunités qui se dessinent au travers des dispositions d'AIFMD.

Vous avez avec le slide en page suivante les principales dispositions de la directive, je ne fais que les citer rapidement. Les aspects de commercialisation nous l'avons déjà dit, les aspects liés à la supervision, les obligations générales et les exigences organisationnelles, l'article 21 sur la fonction dépositaire, des exigences en matière de transparence et d'effet de levier et enfin les dispositions propres au capital-investissement. Nous nous rendons bien compte que l'architecture générale du texte finalement n'est pas sans rappeler l'environnement réglementaire français, et comme cet environnement nous est plutôt familier, la question qui se pose est de savoir comment nous pouvons tirer parti de la directive dans le contexte que je viens d'évoquer.

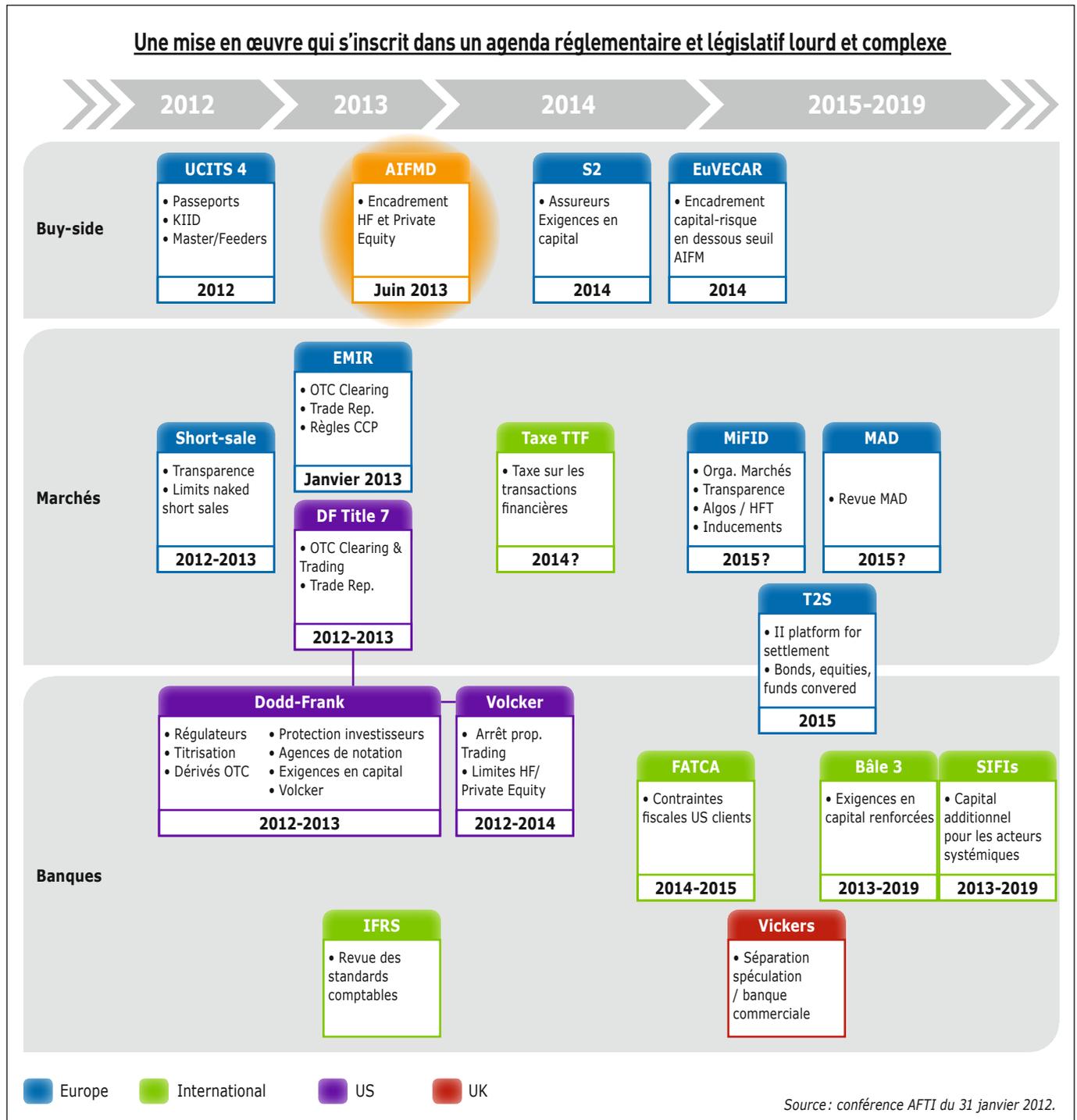
Pour répondre à ces questions, un panel presti-

gieux de 6 experts et professionnels a été réuni et vous remarquerez que la parité parfaite est observée!

Bruno Prigent, Directeur du Métier Titres chez SGSS et Vice-président de l'AFTI; Frédérique Bouchet, fondatrice et Directrice Générale de CIAM: société de gestion non traditionnelle créée en 2008; Natasha Cazenave, Adjointe au Directeur de la division Gestion d'actifs de la Direction de la régulation et des Affaires internationales à l'AMF; Pierre Bollon, Délégué Général de l'AFG; Axelle Ferey, Director Private Equity, Product and Account Development chez EY et experte reconnue sur les sujets AIFM, basée au Luxembourg, et enfin Paul Perpère, Délégué Général de l'AFIC.

Nous avons essayé de concentrer l'ensemble des sujets autour de 4 thématiques:

- Opportunités offertes par AIFM en matière de commercialisation et de « passeportage » des acteurs et des fonds.
- Spécificité de certains fonds captés par la directive, et en particulier les fonds de capital-investissement.
- Enjeux autour de la clarification et de l'harmonisation de la fonction dépositaire



• Services à valeur ajoutée que les métiers titres devraient ou pourraient apporter à leurs clients pour les accompagner dans leur stratégie concurrentielle à dimension nationale ou européenne.

Sur la première thématique, ma première question s'adresse à Pierre Bollon : La mise en œuvre de la directive AIFM va-t-elle encore accentuer le mouvement de réorganisation déjà amorcé par les sociétés de gestion françaises dans le

cadre de la directive OPCVM IV, ou est ce que les stratégies de domiciliation des acteurs et des fonds vont se différencier dans le cadre de la mise en œuvre d'AIFMD?



Pierre Bollon

Je ne crois pas qu'il y ait, à ce stade du moins, un effet AIFM spécifique. Nous constatons, c'est vrai, un effet d'organisation, de réorganisation. Il y a eu un grand nombre de créations de sociétés de gestion et d'OPCVM au cours des dernières années. Cela continue pour la création de sociétés de gestion, c'est bien mais cela n'exclut pas les rapprochements. Concernant les fonds, il y a toujours aussi des créations, mais les fusions sont désormais en nombre supérieur car les gammes se réorganisent. Cela est normal pour des entreprises et pour une profession qui arrivent à maturation. C'était déjà en cours avant OPCVM IV et le sera dans le cadre d'AIFM. En revanche, il est certain qu'il va falloir que nous nous organisions pour profiter au mieux de cette nouvelle directive car nous avons en France des forces importantes dans le domaine de la gestion dite alternative. J'utilise ce terme repris dans la directive, même s'il est contestable, notamment en Private Equity, en immobilier, dans toutes les gestions moins traditionnelles. Il s'agit de l'une des forces de l'industrie française, il va falloir en profiter au mieux, à la fois en gérant à Paris des fonds alternatifs européens et en les domiciliant également le plus possible en France. Nous sommes largement « AIFM ready » ou « plug and play » en matière de compétences. Il est nécessaire que nous le soyons davantage en matière d'organisation de l'offre, et accentuons la compétitivité et la lisibilité de notre réglementation mais je pense que nous y reviendrons.



Karima Lachgar

Axelle, nous observons qu'au Luxembourg sur ces aspects de commercialisation, de domi-

ciliation le concept de « super AIFM » est souvent évoqué. Pouvez-vous nous éclairer sur ce concept et nous préciser en quelle manière cela répond aux attentes des gestionnaires?



Axelle Ferey

De manière plus large, effectivement nous constatons au niveau de nos clients au plan européen, tant en France qu'au Luxembourg, ou encore en Suisse des réflexions stratégiques en matière de réorganisations potentielles de groupes de gestion d'actifs à la faveur de la directive AIFM. Dans ce contexte, un certain nombre de nos clients se posent en effet la question de savoir – en fonction de leur stratégie future tant au niveau des fonds cibles que des investisseurs – où il serait opportun de loger leur(s) AIFM(s) à l'avenir.

À cet égard une série de modèles est à l'étude:

Le modèle de « super AIFM » :

créer un seul AIFM pour toute une gamme de fonds ou convertir une entité existante, telle qu'une société de gestion (ManCo, SGP), en un AIFM unique (pour des gestionnaires disposant d'une gamme de fonds étendue en Europe, par exemple).

Le modèle « d'AIFM multiples » :

créer plusieurs AIFM, or convertir des structures de gestion existantes en AIFM (pour des gestionnaires disposant d'une gamme de fonds spécialisés chacun dans une classe d'actif spécifique).

Le modèle « d'AIFM partie tierce » :

nommer un ou plusieurs AIFM partie tierce (pour des promoteurs de taille restreinte souhaitant nommer un gestionnaire professionnel pour remplir le rôle d'AIFM).

Le modèle « d'AIFM autogéré » :

désigner le FIA en tant que structure autogérée, donc en tant qu'AIFM (pour de grands REITs autonomes, par exemple).

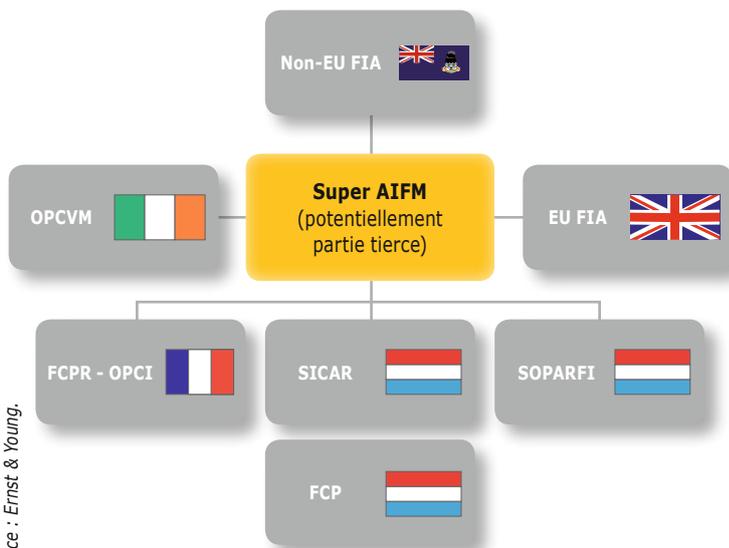
Je ne prétends pas qu'un modèle soit automatiquement plus adapté qu'un autre mais dans certains cas, un modèle de « super AIFM » avec un hub centralisé dans l'une des juridictions européennes qui paraîtrait la plus appropriée, selon le schéma évoqué, peut faire sens.

À cet égard, notre cabinet (Ernst & Young) a mené des réflexions conjointes avec nos clients – dans le secteur immobilier en particulier – sur ce concept de « super AIFM » s'appuyant sur le passeport attribué à la société de gestion lui permettant d'offrir ses services à des fonds localisés dans plusieurs juridictions. Ce modèle semble surtout intéresser des gestionnaires d'actifs de grande taille, présents en Europe. Ce concept pourrait également intéresser des structures de type FCP n'ayant pas la personnalité juridique et représentées par un gestionnaire. Dans un certain nombre de cas, de telles structures fonctionnent avec un gestionnaire par fonds. On imagine aisément le coût et l'impact organisationnel qui pourraient découler de l'obligation de faire autoriser chacun des gestionnaires en tant qu'AIFM. Nos clients – et notamment dans le secteur immobilier – se montrent donc favorables à l'option consistant à pouvoir nommer un AIFM externe, qui opérerait pour un ensemble de fonds. Reste à savoir si le régulateur retiendra cette option.

Parmi les autres modèles à l'étude – qui pourront faire sens pour certains – on peut citer celui des AIFMs multiples (plusieurs AIFM dont le nombre et la localisation devront être ajustés en fonction de critères stratégiques et organisationnels) ou encore celui des AIFMs parties tierces, qui est un modèle semble-t-il davantage étudié par les structures de petite taille ne disposant pas des ressources nécessaires pour supporter le coût et les exigences d'un AIFM autorisé en propre.

Il convient toutefois de noter que toute réorganisation présente un certain nombre de défis à prendre en compte, au rang desquels les aspects fiscaux – bien que non couverts par la directive AIFM – restent bien entendu essentiels.

Le modèle « Super AIFM »



Source : Ernst & Young.

Le modèle "Super AIFM" permet de mettre en place un modèle de gouvernance opérant une séparation stricte entre :

► Le Conseil d'administration du fond (ou de la société de gestion dans le cadre d'un FCP) dont l'objet serait de protéger l'intérêt du fond et des investisseurs, en particulier via la nomination et la surveillance des prestataires de service, y inclus le dépositaire et l'AIFM. Ce rôle peut, par exemple être rempli par le Conseil d'administration d'une société d'investissement de type SICAV. Dans la plupart des cas, des directeurs indépendants siègeront au conseil.

► Et La plate-forme « Super AIFM » qui se concentrerait sur les activités de gestion, conférerait en général la « substance » et remplirait les obligations légales et réglementaires. Le « Super AIFM » fournirait les services de gestion en matière d'investissement (i.e. la gestion de portefeuille, la gestion du risque et de la liquidité), et pourrait également fournir des services de commercialisation et d'administration. Certaines de ces activités pourraient être déléguées à des prestataires de services spécialisés externe. L'organe de gouvernance du « Super AIFM » superviserait les activités de la plate-forme, ainsi que les prestataires de service spécialisés.

Au cours des deux derniers mois, nous avons observé un changement d'attitude réel vis-à-vis de la directive AIFM et de sa mise en œuvre : nous assistons en effet à la mise en place d'équipes chez les gestionnaires d'actifs (équipes dédiées, pluridisciplinaires) et des projets AIFM voient le jour.



Frédérique Bouchet

Pas du tout. Notre problématique est bien sûr totalement différente. Toutes les sociétés de gestion dites entrepreneuriales sont effectivement représentées au niveau de l'AFG et nous en faisons clairement tout à fait partie. Dans une problématique d'optimisation de l'efficacité de la relation client nous avons besoin de disposer de structures optimales, et l'AIFM peut effectivement nous être très utile dans ce cadre-là pour atteindre le niveau maximum d'investisseurs. Notre problématique est là. Dans ce cadre-là, AIFM – je suis tout à fait d'accord – est très structurante et cela n'est pas sans impact sur les grosses sociétés de gestion. L'avantage d'AIFM en ce qui nous concerne est la fameuse définition du passeport.

La distinction société de gestion et fonds, domiciliation de l'une et domiciliation de l'autre est une problématique à part entière. En ce qui nous concerne, notre société de gestion est française, elle est régulée par l'AMF et cela est tout à fait volontaire ; quant au fonds, c'est un SIF luxembourgeois et c'est également très volontaire parce que dans le cadre actuel nous avons estimé que nous n'avions aucune chance d'atteindre les investisseurs internationaux avec un produit de droit français. Nous sommes un hedge fund, nous avons une gestion non traditionnelle ou alternative – vous l'appellez comme vous voulez –, et la réglementation actuelle de la France est illisible pour un investisseur international. Nous n'avions aucune chance de lever quoi que ce soit en mettant un fonds contractuel, c'est totalement invendable. Nous avons choisi le SIF Luxembourgeois qui a l'énorme avantage d'être très lisible, de même que le QIF irlandais ou équivalent. Je ne parlerai pas de Malte, il s'agit encore d'un autre sujet.

En ce qui nous concerne, effectivement la dichotomie va toujours être possible et est très



Karima Lachgar

Merci Axelle pour cet éclairage. Frédérique, lorsque l'on dirige une société de gestion spécialisée à taille humaine, comme c'est le cas de CIAM, la combinaison des passeports fonds et sociétés de gestion se pose-t-elle avec la même acuité que pour des structures de taille plus importante ?

importante, dans l'état actuel des choses entre les sociétés de gestion et le fonds.

Le « passeporting » peut s'appliquer à l'un ou à l'autre, cela n'est pas vraiment notre préoccupation. La préoccupation est la commercialisation et donc c'est sur le fonds que cela nous intéresse le plus. Dans le cadre de la directive AIFM, l'un des objectifs a priori est d'ouvrir la concurrence, cette concurrence va s'appliquer aux petits comme aux gros. La concurrence doit être un élément de création de valeur dans nos économies dites de marché. Nous sommes tout à fait convaincus chez CIAM qu'effectivement la concurrence est une très bonne chose. Encore faut-il s'entendre sur la définition. La concurrence qui crée de la valeur est une concurrence saine, équilibrée qui s'applique à tous les acteurs mis en concurrence de la même manière. Or aujourd'hui, dans le cadre de la directive AIFM, nous ne sommes pas du tout convaincus que cette concurrence, telle qu'elle est définie, va pouvoir s'appliquer de façon équivalente et c'est d'ailleurs l'objet de discussions avec l'AMF et dans le groupe de travail.

En effet, un fonds approuvé par un régulateur européen – pour tous les pays concernés par la directive AIFM – pourra circuler, être commercialisé, outil du passeport dans les autres pays Européens. Or tout le monde sait qu'en Europe les régulateurs ne sont pas tous équivalents. Donc nous avons quand même un énorme problème, car nous en France, nous avons la chance – très honnêtement, et je le dis d'ailleurs très souvent – d'avoir un régulateur d'excellent niveau. J'ai eu l'occasion de connaître lors de mon existence assez longue dans la finance, pas mal de régulateurs en Europe. Ils ont certainement peut-être dû beaucoup changer, sur les 4 ou 5 dernières années à la lumière de la crise il y a quand même eu des évolutions. Cela n'empêche pas qu'encore aujourd'hui, certains régulateurs ne sont pas du tout au niveau de celui dont nous bénéficions en France. Ceci est un problème, qui sera sûrement adressé par l'ESMA, par l'AMF, je ne sais pas qui pourra faire effet, mais une procédure est nécessaire. Il s'agit de la première étape, elle est intra-européenne et elle commence demain matin, puisque le passeport intra-européen c'est pour maintenant.

Le deuxième énorme problème qui a encore besoin de quelque temps pour être résolu, est celui de la concurrence avec les États-Unis; enfin l'extra européen, mais nous voyons tout de suite qui est concerné il s'agit de l'énorme industrie de la gestion américaine que nous pourrions tout à fait accueillir au titre d'une concurrence saine en Europe. Là aussi nous nous mettons plutôt dans une situation défavorable et il serait important de pouvoir prendre des mesures visant à assurer que nous ayons au minimum premièrement une réciprocité et deuxièmement des conditions d'introduction en Europe de ces fonds équivalentes aux conditions qui nous sont imposées et que je pense être très bonnes et très justifiées.

Je n'ai aucun problème avec la régulation européenne modulo quelques détails, précisions techniques, mais globalement je pense que c'est une bonne réglementation et que l'AIFM est globalement une bonne directive.

Cela pose le problème des interventions que nous pourrions faire pour effectivement s'assurer que notre concurrence avec les États-Unis s'inscrive dans le cadre d'une vraie concurrence créatrice de valeur. Par ailleurs, je ne pense pas non plus que la réaction à avoir vis-à-vis d'une puissance comme les États-Unis soit de mettre en place des barrières car la barrière – à ma connaissance, et nous en avons beaucoup d'exemples dans l'histoire économique et financière – est faite pour être démontée. Face à une puissance comme celle des États-Unis, si nous nous mettons, au niveau français à faire notre petit village gaulois, je ne crois pas que nous ayons beaucoup de succès dans le fait d'arrêter une mauvaise concurrence. Je pense qu'il faut positivement se battre pour créer et pousser la création et la mise en place d'un véritable environnement concurrentiel positif.



Karima Lachgar

Nous allons justement poser la question à Natasha Cazenave, puisque les interventions

précédentes ont souligné le fait qu'AIFM repose avant tout sur une logique concurrentielle et commerciale. Comment l'Autorité des Marchés Financiers, qui s'est beaucoup investie en niveau 1, envisage-t-elle d'accompagner l'écosystème français de la gestion d'actifs dans cette identification des opportunités?



Natasha Cazenave

L'Autorité des Marchés financiers note en premier lieu, ce que Pierre Bollon vient de dire à l'instant, que dans une large mesure les acteurs français sont déjà conformes à la directive AIFM, puisque sur la plupart des aspects techniques notre réglementation est déjà conforme. Nous avons un exercice important à mener pour transposer cette directive mais cet exercice finalement ne devrait pas révolutionner notre industrie.

En revanche, la décision des autorités françaises est de profiter de cette occasion pour remettre à plat notre réglementation et nous interroger sur le fait de savoir s'il n'y a pas d'autres choses à mettre en œuvre pour faire évoluer notre réglementation et la mettre en ordre de marche pour rendre la Place plus compétitive. Dans cet esprit, un Comité de Place a été créé pour mener une réflexion sur les orientations stratégiques qu'il conviendra de suivre d'une part pour la transposition de la directive et d'autre part pour développer la compétitivité de la Place. La décision d'ouvrir ce comité a été adoptée par le collège de l'AMF dès le mois d'octobre de l'année dernière. Ce comité s'est réuni dès le mois de novembre et travaille assidûment avec plusieurs membres présents dans cette salle. Pour ce Comité de Place, nous avons souhaité avoir une représentation la plus large possible; sont ainsi associés aux travaux toutes les associations de professionnels ainsi que des professionnels représentant toutes les

stratégies de gestion concernées par AIFM. Nous avons bien entendu des représentants de sociétés de gestion généralistes, mais également de sociétés de gestion dite alternatives ou innovantes, que nous sommes d'ailleurs ravis d'avoir autour de la table. Évidemment sont également présents des acteurs du Private Equity et de l'immobilier. Nous avons également des dépositaires, des avocats, des consultants ainsi que les autorités nationales concernées. Il s'agit d'un travail véritablement collectif, l'AMF n'est pas compétente sur tous les sujets, elle a donc souhaité associer à ces travaux bien entendu la Direction Générale du Trésor, la DLF sur les aspects fiscaux, l'ACP pour les aspects prudentiels et l'ANC pour les aspects comptables. Nous menons un travail de réflexion globale, avec comme objectif de donner une feuille de route claire sur la direction que nous souhaitons prendre et donc identifier les orientations stratégiques que nous voulons donner à notre gestion alternative demain.

L'objectif est également de donner une certaine visibilité sur notre réglementation de demain, par rapport à ce que vous disiez Axelle sur la mise en place, déjà chez des acteurs individuels, de réflexions stratégiques que nous souhaitons accompagner et leur donner cette feuille de route pour qu'ils aient les éléments nécessaires pour savoir ce qu'il en sera demain en France. Enfin bien entendu, il s'agit également de réfléchir aux éléments en termes de compétitivité. Nous avons 4 groupes spécifiques qui ont été mis en place, composés de professionnels divers, qui traitent les aspects de compétitivité, et notamment les questions de gamme : est-ce que oui ou non il est nécessaire de rationaliser notre gamme et de réduire nos 25 véhicules en quelque chose qui ressemblerait plus à des SIF, QIF, etc. ?

Un groupe travaille également sur les nouveaux enjeux, puisque nous estimons que cette directive peut remettre en cause le modèle français existant sur un certain nombre d'aspects. L'aspect passeport bien entendu, le passeport pays tiers, mais pas seulement.

Nous avons également un groupe dédié à la fonction de dépositaire. Comme cela a été dit plus tôt dans la matinée, l'article 21 qui n'est

qu'un article de la directive est finalement assez structurant pour la Place. Nous avons donc souhaité consacrer à ces questions toute l'attention nécessaire.

Le dernier groupe réfléchit sur tout ce qui est cohérence de la régulation, avec un focus plus particulier sur nos acteurs, pour accompagner nos sociétés de gestion et réfléchir aux questions de savoir si nous maintenons un statut unique de société de gestion, s'il faut faire évoluer les dispositions relatives aux services accessoires, ce qu'il convient de faire en matière de délégation.

Voilà, toute une série de sujets. Nous avons ces quatre groupes de travail, et nous reviendrons je crois sur le calendrier un petit peu plus tard mais nous sommes à votre disposition si vous avez des questions sur ces sujets.



Karima Lachgar

Venons-en à la seconde thématique concernant la spécificité de certains véhicules captés par AIFM et plus précisément au positionnement de l'industrie européenne du capital investissement. Paul, je pense que vous comprenez les interrogations de vos homologues européens, mais partagez-vous leurs craintes ou considérez-vous que les membres de l'AFIC, sont prêts pour mettre en œuvre le texte de manière sereine et intelligente ?



Paul Perpère

Je pense davantage que les acteurs français du capital d'investissement seront prêts en juillet 2013 quand tout cela va se mettre en application. En tout cas ils s'y préparent, et pour rebondir sur ce que vient de dire Natasha, je

crois qu'il faut saluer l'exercice préventif et particulièrement bienvenu que mène l'AMF avec ce comité de Place, qui permet d'identifier correctement les problèmes avant que nous soyons mis au pied du mur en juillet 2013.

Nous identifions suffisamment tôt les difficultés, nous échangeons, nous avons l'impression d'être écoutés, et nous espérons que nous serons entendus. Cela permet d'effacer les difficultés s'il devait y en avoir au regard de l'exercice de transposition. Nous sommes naturellement dans l'attente des mesures d'interprétation, mais nous savons déjà quelque peu ce qu'elles seront, par anticipation. Je crois que les sociétés de gestion de capital investissement sont familières de la quasi-totalité des mesures réglementaires que nous retrouvons dans la directive. C'est très inspiré du droit français qui nous régulaient déjà précédemment. Cela est particulièrement nouveau pour d'autres partenaires en Europe. J'en discute souvent avec mes homologues européens qui pour certains découvrent pour la première fois la notion de dépositaire.

En ce qui nous concerne, l'agrément qui va permettre d'obtenir le passeport, nous savons ce que c'est, même si le champ d'application de la directive AIFM n'est pas le même que celui qui s'applique aujourd'hui au titre de la régulation de l'AMF. Nous savons ce qu'est l'obligation d'évaluer les actifs sous gestion, la valeur du fonds au moins une fois par an. Des mesures sont connues, clairement identifiées et il va falloir les appliquer naturellement. Cela sera peut-être plus nouveau et plus complet s'agissant des mesures concernant l'information que l'on doit donner lorsque l'on est une société de gestion de capital investissement à toutes les nombreuses parties prenantes, mais peut-être que j'anticipe trop sur le débat et que nous allons y revenir ensuite.



Axelle Ferey

Pour renforcer ce qui vient d'être dit, effectivement nous avons finalisé un sondage sur l'im-

pact perçu de la directive AIFM sur les maisons de Private Equity en Europe, donc évidemment impliquant des acteurs français. Je dirais que plus de 90 % des personnes que nous avons interrogées pensent qu'elles seront prêtes en temps voulu pour la directive AIFM. Nous observons très clairement que les acteurs français se sentent d'ores et déjà bien préparés par rapport aux diverses mesures incluses dans ce texte.



Karima Lachgar

Nous sommes tous heureux de constater que les sociétés de gestion françaises sont prêtes. Si l'on se positionne maintenant du côté des métiers titres et de la fonction dépositaire, Bruno, pouvez-vous nous dire quels sont les enjeux pour les dépositaires, pour l'industrie européenne et pour les acteurs français, liés à l'adoption de la directive ?



Bruno Prigent

Nous avons d'abord salué l'arrivée de la directive, puisque cela faisait depuis des années que nous essayions de clarifier le métier de dépositaire. La directive AIFM a une vertu énorme qui est de clarifier un certain nombre de choses, nous avançons et je dirais plus largement dans le sens de ce que nous souhaitons au niveau des dépositaires. Le fait de dire maintenant : « nous ségréguons les actifs financiers des autres actifs afin de distinguer ce qui est de la restitution donc de la tenue de compte conservation de ce qui est de la tenue de position », il s'agit de quelque chose d'important, qui permet de mieux définir les responsabilités.

La deuxième chose est que nous avons bien le sentiment – et cela a été confirmé ce matin – que cela va servir de benchmark. Sur la partie UCITS nous allons partir de tout cela pour définir quelle est la responsabilité du dépositaire, ses missions par rapport à des investisseurs, qui là sont davantage des investisseurs de type retail. Là aussi nous sommes très impatients de savoir ce que va devenir OPCVM V, j'ai posé la question tout à l'heure sur le passeport. J'ai un véritable regret par rapport à cela et je pense qu'il faut que nous ayons une approche de cohérence. Un OPCVM repose sur 3 choses : un OPCVM, une société de gestion, un dépositaire. Si nous parlons du principe que le passeport d'une société de gestion n'est pas un obstacle pour les autorités, puisque finalement les autorités auront aussi une mission par rapport aux sociétés de gestion, je ne vois pas pourquoi il y aurait un obstacle par rapport aux dépositaires.

Je pense qu'il faut aller de l'avant et cela est également tout bénéfique pour l'investisseur, puisqu'à partir du moment où nous mettrons en place un passeport, cela signifie que les coûts au niveau de l'industrie des dépositaires baisseront. Je pense qu'il n'y a pas de craintes à avoir par rapport au passeport, il faut vraiment tendre vers un passeport et avoir – à l'instar des sociétés de gestion – la possibilité pour le dépositaire d'exercer son métier à partir d'un pays puisque les missions seront harmonisées et à partir de là être dépositaire d'OPCVM de juridictions différentes.

Pour autant tout n'est pas parfait, il y a dans AIFM un certain nombre de nouvelles missions qui arrivent sur le dos du dépositaire. Nous commençons à parler de responsabilités par rapport à tout ce qui est cash. Détecter s'il y a des mouvements frauduleux, détecter une fraude, nous savons que dans nos métiers c'est extrêmement compliqué.

Nous en sommes venus à parler tout à l'heure de Madoff, je dirais qu'il a fallu quand même du temps avant que l'affaire Madoff sorte. Penser que nous, dépositaires, nous soyons capables de détecter tout type de fraude, je pense qu'il faut sur ce point avoir une certaine humilité, mais aussi une certaine approche de ce qu'est

la notion des risques.

Je considère qu'un bon risque est un risque que nous pouvons maîtriser et il ne faut donc pas mettre sur les épaules du dépositaire des risques qu'il ne peut pas maîtriser. Il en va de même concernant les fraudes chez les sous-dépositaires : comment un dépositaire peut-il détecter une fraude chez un sous-dépositaire qui va se retrouver à des milliers de kilomètres quand l'autorité locale n'est pas capable de le faire ? Je pense qu'il faut vraiment avoir là aussi une approche de cohérence.

Quelles sont ensuite les éventuelles conséquences de ce qui est en train de se passer sur l'harmonisation des fonctions du dépositaire ? Je pense que nous assisterons à une concentration des acteurs. Un certain nombre d'acteurs se posent aujourd'hui de vraies questions par rapport à ce métier, voire même des acteurs disposant d'un rôle important sur le métier de dépositaire, en se disant finalement : « Ai-je un intérêt à poursuivre ce métier-là compte tenu des risques que je vais avoir à gérer ? » C'est un premier sujet.

Le deuxième sujet concerne beaucoup moins les acteurs français puisque la tenue de position, nous l'avons mise en place depuis un certain temps. Mais cela va nécessiter, pour un certain nombre de dépositaires, de s'adapter et d'introduire une tenue de position, ce qui n'est pas forcément quelque chose d'évident. Il s'agit de quelque chose que les acteurs français n'auront pas à faire, mais d'autres acteurs auront besoin de le faire et pas forcément en étant très loin des frontières de la France.

Le troisième sujet, je pense que maintenant les acteurs, les régulateurs sont bien au fait des risques auxquels les dépositaires vont être confrontés. Nous avons même parlé de risques systémiques, puisque là il pourrait y avoir une exonération sur la restitution des actifs par le dépositaire.

Nous voyons que cette approche-là est une approche qui commence à devenir de plus en plus mature, même si je reste sur ma faim concernant les fonds propres. Cette question-là pour l'instant n'est toujours pas traitée, mais le

jour où elle le sera, il faut bien voir que mécaniquement le coût du dépositaire va augmenter. Toute la question est de savoir jusqu'à quel point nous allons par rapport à la responsabilité du dépositaire. Une fois que nous aurons défini cette responsabilité, quels sont les fonds propres qu'il faudra mettre en face? Et comme les fonds propres sont aujourd'hui une denrée rare, cela veut dire que mécaniquement le coût du dépositaire va augmenter. Il ne faut pas non plus que nous pénalisions les performances de l'industrie financière, donc de l'industrie de la gestion d'actifs parce que nous aurons tout à coup des points de base tout à fait significatifs de la part du dépositaire. Nous sommes donc aussi très attentifs à cela. Quand je parlais de la sortie d'acteurs, il y a la notion des risques, l'adaptation des systèmes d'information, mais il y aura aussi les conséquences sur les fonds propres. Donc globalement nous sommes très contents des avancées qui s'opèrent en ce moment mais tout n'est pas terminé et je pense qu'en fonction de là où nous placerons la barre, des conséquences seront évidentes au niveau de l'industrie des titres.



Karima Lachgar

Paul, les membres de l'AFIC ont une longue expérience de la relation avec le dépositaire, comment percevez-vous les débats actuels liés à la perception du rôle et de la responsabilité du dépositaire dans le cadre d'AIFM et qui sont en train de se déplacer, sur d'autres textes, notamment sur les projets de règlement sur le capital-risque et les fonds d'entrepreneuriat social?

Finalement quels sont les outils qui seraient utiles à mettre en place et qui permettraient de ne pas alourdir de manière injustifiée la relation société de gestion-dépositaire?

Vous parlez des flux d'informations, est-ce que cela est l'essentiel?



Paul Perpère

Nous avons une perception, une relation avec le dépositaire effectivement ancienne maintenant, et qui est justifiée, utile et cela se passe bien. Nous allons faire en sorte que cela se passe mieux encore. Je ne sais pas si vous l'avez déjà annoncé, mais nous avons l'intention de réaliser ensemble un cahier des charges commun AFTI/AFIC à nos deux professions de façon – en partant de l'article 21 de la directive – à décliner plus en détail ce que sont les responsabilités de part et d'autre, en termes de communication, d'informations, d'échanges, etc.

Nous allons le faire dans le cadre d'un groupe de travail, dont nous venons de décider la création et qui produira un document de référence utile pour les deux professions je crois, en tout cas c'est comme cela que nous l'avons souhaité. Pour revenir à la question du dépositaire, nous vivons avec en France, vous vivez avec, Axelle, au Luxembourg en bonne intelligence. Il se trouve qu'il y a une proposition de règlement sur les fonds de capital-risque, avec les seuils d'actifs sous gestion qui sont inférieurs à ceux que prévoit la directive AIFM et qui n'exigent pas de dépositaire.

Nous en parlons au niveau européen avec nos homologues, qui disent: « Voilà un texte censé favoriser la vie des fonds, permettre le passeport européen sans avoir l'obligation de prendre en charge toutes les sujétions prévues par la directive AIFM. Cela serait donc difficile de comprendre pourquoi on imposerait un dépositaire. » Nous, nous vivons avec, mais pour d'autres c'est complètement nouveau et c'est une charge supplémentaire. Il est donc un peu difficile de les amener à comprendre qu'au titre de la simplification, de la facilitation, de la réactivité, nous allons leur imposer le dépositaire. Voilà les éléments du débat et ce dont nous parlons entre nous en Europe. Axelle, comment vivez-vous cela au Luxembourg? La même question doit se poser?



Axelle Ferey

Concernant le projet de label pour le venture capital, je dois admettre que l'exigence d'un dépositaire tel que défini dans l'article 21 de la directive AIFM et repris par le rapport Lamberts du Parlement européen ne faisait pas partie des premières réactions au projet de texte.

Le commentaire est venu dans un second temps et nous avons alors vu émerger l'approche en faveur d'un régime de dépositaire « allégé », c'est-à-dire ne reprenant pas l'ensemble des dispositions de la directive AIFM.

Au-delà de cette remarque liée au régime spécifique aux fonds de venture capital, je pense qu'effectivement les fonds de Private Equity perçoivent la valeur ajoutée du dépositaire et semblent globalement satisfaits de ses services lorsqu'ils l'utilisent pour leurs fonds, comme en France, par exemple. Néanmoins, et j'en reviens au sondage mené en Europe auprès des maisons de Private Equity, je pense qu'il reste une marge d'amélioration. Un travail de communication et d'explication pédagogique de leur métier, de la valeur ajoutée qu'ils apportent et également de la politique tarifaire me semble important à mener de la part des dépositaires. À cet égard, la directive AIFM constitue peut-être une opportunité à saisir.



Bruno Prigent

Je ne peux être que d'accord là-dessus. Je pense qu'il faut savoir ce qu'est la fonction dépositaire. Quand nous disons que finalement en face de ces fonds il n'y aura pas de dépositaire, cela est extrêmement réducteur. Il faudra un banquier. Il existe beaucoup d'opérations qui de toute façon concernent des fonctions aujourd'hui assurées par le dépositaire, après, cela peut être un dépositaire « light ». Il est donc nécessaire de savoir

jusqu'où nous allons sur les missions que doit rendre finalement une banque par rapport à ce type de fonds. Le fait de dire: « il n'y a pas de dépositaire », je pense que c'est extrêmement réducteur et cela ne sera pas la réalité des faits.



Axelle Ferey

Je suis tout à fait d'accord, et peut-être que cela nous ramène également au débat relatif au « quasi-dépositaire », cette option qui figure dans la directive AIFM sous conditions. Il est vrai qu'au départ nous nous étions dits: « très bien, il faut absolument saisir cette option » pour les fonds de Private Equity, notamment qui sont des fonds fermés. La possibilité de faire appel à un dépositaire qui ne serait pas établissement de crédit était une option à saisir. Finalement, lorsque nous entrons dans le détail, nous nous apercevons qu'il y aura toujours du cash, que l'on détiendra bien souvent également des titres cotés même pendant une période déterminée et courte entre deux opérations. Cela pose donc un certain nombre de problèmes concrets et s'avère être moins simple qu'il y paraît à mettre en œuvre.



Pierre Bollon

La Commission européenne, les autorités européennes prendraient une responsabilité énorme et historique en ne prévoyant pas de système de dépositaires pour ces nouveaux types de fonds. On a parlé de barrières tout à l'heure, nous sommes d'accord à 100 % sur ce sujet, les dépositaires et nous. Sur des fonds d'entrepreneuriat social, des fonds de Venture, le fait qu'il n'y ait pas de fonctions de conservation des actifs organisée par les projets de règlement qui sont en cours de discussion avec un passeport à la clé et qu'il n'y ait pas de fonctions de surveillance, de contrôle, c'est invraisemblable. Je l'ai dit, nous l'avons dit très clairement: si les

autorités ne modifient pas ces textes, elles se retrouveront demain devant leurs responsabilités vis-à-vis des épargnants. Je pense que nous allons les convaincre d'ici là mais si ce n'est pas le cas elles prendraient une responsabilité historique, je ne veux pas utiliser de trop grands mots, devant les épargnants.



Karima Lachgar

Je suis d'accord, et d'ailleurs nous sommes en ordre de marche pour expliciter le rôle essentiel du dépositaire et ce, à tous les niveaux, qu'il s'agisse de l'AFTI ou de l'ETDF. Nous allons aborder maintenant la dernière thématique sur les services à valeur ajoutée que peuvent proposer les métiers titres. Pierre, pouvez-vous nous citer les prestations qui vous semblent essentielles dans une approche cross-border de commercialisation des fonds et de positionnement des acteurs?



Pierre Bollon

Les dépositaires sont clés, consubstantiels à l'industrie européenne de la gestion. Ce n'est pas le cas par exemple outre-Atlantique de façon aussi sûre. C'est l'une des raisons de ce qui s'est passé avec Madoff dès lors qu'il n'y a pas de distinction et qu'il n'y a pas ce rôle-là. Si l'on souhaite du Madoff sur les fonds d'entrepreneuriat social ou sur les fonds de venture capital, que la Commission mette en œuvre son projet, mais cela ne sera pas notre responsabilité.

Pour revenir à AIFM côté distribution, nous avons à travailler collectivement. Le Luxembourg a peut-être un peu moins à faire que nous sur toute l'organisation de la distribution. C'est conjointement, à Paris, que nous devons agir dans ce domaine. J'ai dit tout à l'heure que nous avons le savoir-faire, je crois que nous l'avons très clairement. Il

faut aussi que nous ayons le « comment faire »: Natasha en a parlé, nous sommes bien sûr ravis de la réflexion en cours qui vise à obtenir des gammes lisibles, compréhensibles. Nous avons fait par le passé quelque chose de très bien en matière de gestion alternative, mais c'était quand même du « rococo »: nous avons peu à peu ajouté des petites chapelles, des petites tourelles qui avaient toutes leur utilité, mais à la fin cela tournait au kitsch. Je ne sais pas si nous arriverons à la chapelle romane – mon art préféré en matière d'architecture religieuse – mais il faut très clairement que nous simplifions. Il faut que dans le « comment faire » nous ayons des gammes lisibles, et là nous travaillons de concert tous ensemble.

Il faut également que nous ayons le « faire savoir », et là nous n'avons pas été très bons, pour dire les choses de façon modérée. Beaucoup de sociétés de gestion françaises exportent déjà hors de France, y compris dans la gestion non-traditionnelle, via des mandats de gestion, via des fonds étrangers mais aussi des fonds de droit français, y compris des fonds AIF. Il faut donc que nous nous organisions beaucoup mieux pour le faire savoir. Tous les métiers de l'écosystème ont leur rôle à jouer, les sociétés de gestion bien sûr, mais aussi les dépositaires, les cabinets comme Ernst and Young, PWC, Deloitte, les Pouvoirs Publics etc. notamment dans le cadre de l'initiative « Paris Fund Industry ». Ensemble nous devons faire savoir notre compétence avec une gamme plus lisible, c'est tout l'enjeu des prochains mois.



Paul Perpère

Oui, mais l'exercice du capital-risque – en France en tout cas – avec ce que nous connaissons, avec les véhicules qui sont utilisés, les modes de régulation actuels ne peuvent pas présenter un pareil risque. Je ne vois pas comment cela peut arriver en raison de la façon dont les métiers sont organisés. Donc vous pouvez penser le contraire et dire que c'est grâce aux dépositaires, je pense que le dépositaire apporte

une garantie supplémentaire mais l'exercice des métiers n'est pas le même ; lorsque l'on investit en capital-risque on investit sur la durée, sur des titres non cotés. Les appels de fonds sont négociés longtemps à l'avance avec les investisseurs, le cash management est contrôlé. Cela n'offre quand même pas les mêmes risques que ceux d'autres gestions d'actifs. Nous ne sommes pas dans les mêmes hypothèses.



Natasha Cazenave

Je suis obligée de réagir, parce que comme l'a souligné Didier tout à l'heure, les autorités françaises sont très mobilisées sur cette question de dépositaire. L'inquiétude que nous voyons est que le règlement, tel qu'il est « drafté » pour l'instant, ne permet pas de cibler suffisamment clairement les acteurs dont vous parlez, Paul, et sur lesquels nous vous suivons complètement. En réalité, nous pourrions avoir des fonds avec une très large part de cash qui pourraient finalement être des véhicules de blanchiment. Nous n'avons pas de dispositif anti-blanchiment dans cette directive. Nous n'avons pas forcément verrouillé les 70 % d'actifs éligibles non plus, parce que finalement ces 70 % doivent être atteints au bout d'un certain temps non défini.

En réalité, nous pourrions nous retrouver avec des véhicules de contournement. Pour revenir sur ce que disait à juste titre Bruno, tout à l'heure, nous pourrions tout à fait imaginer un dépositaire « light » mais qui aurait vocation à remplir son rôle de banquier de manière très claire. Il n'y a pas de cash monitoring dans cette initiative aujourd'hui, donc cette fonction de contrôle est inexistante. Il n'y a pas de responsabilité sur la valorisation des actifs non plus donc finalement nous laissons à des acteurs la capacité de définir s'ils sont sous le seuil ou pas, mais personne ne vérifie, personne n'est responsable. C'est extrêmement difficile avec des véhicules qui peuvent être en plus en dehors de nos frontières. La position des autorités françaises est de dire : « nous soutenons totalement l'initiative politique, oui, il faut financer l'économie et nous sommes favo-

rables à cette initiative » mais attention, tel que le texte est rédigé nous avons de fortes inquiétudes sur un certain nombre de mécanismes qui ne permettent pas aujourd'hui d'apporter les garanties nécessaires. Nous avons donc une inquiétude sur ce dispositif aujourd'hui.



Axelle Ferey

C'est certain. Toutefois, d'un point de vue compétitivité, il existe également un problème de coût pour les petites structures. Il conviendrait de définir un régime de dépositaire adapté qui soit à même d'offrir les services requis pour ce type de structure et la garantie souhaitable aux investisseurs à un prix qui ne mette pas en péril le capital investissement.



Frédérique Bouchet

Le problème du coût existe, je suis bien d'accord. Le problème est que c'est la mauvaise réponse à une bonne question – excusez-moi –. Nous ne pouvons pas dire : « il faut que ça coûte moins cher, parce que sinon cela n'est pas supportable ». Si ce n'est pas supportable, c'est qu'il y a autre chose à revoir. Mais nous ne pouvons pas dire : « ce n'est pas supportable, donc nous allons baisser le coût » car pour les dépositaires, il y a un vrai coût. Alors nous disons : « si cela coûte trop cher, ça ne va pas être supportable par l'industrie de la gestion ».

Il faut prendre le problème complètement de l'autre côté. Que devons-nous créer comme environnement sécuritaire pour l'investisseur ? Notre objectif est là, nous voulons créer un environnement dans lequel il y a un niveau de sécurité pour nos investisseurs – quels qu'ils soient, d'ailleurs, en l'occurrence sur le plan général retail ou professionnels ou contreparties de marchés.

Nous devons créer un environnement favorable

à un développement sain de notre activité de gestion. Pour cela un certain nombre de rôles, de fonctions sont à remplir, avec des règles de ségrégation pour éviter notamment des affaires Madoff – entre les comptables, les auditeurs, etc. Nous devons créer cet environnement et l'appliquer à tout le monde.

Le coût de la mise en place de cet environnement sera apprécié selon le niveau de sécurité suffisant et optimal, dont nous jugerons pour les investisseurs qui sont nos clients. Nous regarderons ensuite effectivement comment le coût va impacter la rentabilité, va restructurer l'industrie, parce que cela conduira à des fusions – il va nous obliger à optimiser, à « streamliner » nos plates-formes, nos outils opérationnels.

C'est davantage dans ce sens-là à mon avis qu'il faut le prendre plutôt que de dire : « ça coûte trop cher, on baisse le prix ». Le problème doit plutôt être envisagé, je pense positivement dans le fait que l'on doit payer correctement un service tel qu'il doit être rendu et que nous l'avons défini pour servir la sécurité de l'investisseur.



Axelle Ferey

Tout à fait, l'idée n'était pas que cela devait coûter moins, mais qu'il n'y avait pas de marge de manœuvre au sein des petites structures pour absorber un coût supplémentaire nouveau. Mais je suis bien d'accord sur les aspects relatifs à la nécessité d'opérer de manière plus efficiente. Cette remarque vaut pour les gestionnaires, elle vaut également pour les dépositaires.



Karima Lachgar

Les débats sont très intéressants et animés, et je note qu'il sera essentiel le moment venu d'organiser une table ronde sur le projet de règlement encadrant le capital-risque. Si nous en revenons

à la réflexion sur les services à valeur ajoutée, Frédérique, concernant les préoccupations des sociétés de gestion à taille humaine, quelles sont les prestations attendues par une société comme CIAM?



Frédérique Bouchet

On nous demande globalement : « quelle est votre banque dépositaire ? », nous la citons bien évidemment. Mais sous ce vocable, finalement, beaucoup de fonctions plus ou moins obligatoires sur le terrain réglementaire sont regroupées, et certaines ne sont pas forcément obligatoires mais sont ce que l'on appelle des services à valeur ajoutée. Au titre de ces fonctions, outre la pure fonction dépositaire, il y a bien évidemment la fonction comptable fondamentale, qui en général est associée au dépositaire et là effectivement elle est vraiment clé, et elle est obligatoire. Mais cela peut rester un service à valeur ajoutée parce qu'il y a manière et manière de faire de la comptabilité et de mettre en place des systèmes de calcul.

Les systèmes de calcul de commissions, de rétrocessions en tout genre dans les fonds d'investissement, c'est tout ce qu'il y a de moins simple, c'est difficile à trouver – et j'en ai connu beaucoup dans mon existence. C'est de la valeur ajoutée. Il s'agit de mettre en place des systèmes qui soient clairement solides, robustes et souples en même temps.

Je reconnais que je suis un peu difficile mais nous parlons de valeur ajoutée, donc faisons une « wish list ».

À côté de ces systèmes comptables, nous avons toute la série d'agents de transfert, domiciliation, souscription-rachat, toute cette panoplie de services et de reporting client ou là clairement nous sommes dans la fonction à valeur ajoutée. Dès lors que nous allons toucher au reporting clients, nous allons toucher une corde très sensible dans ce qui est potentiellement la conservation de nos souscriptions actuelles et la

levée de souscriptions futures. La relation client est donc fondamentale et cela est en effet un service à valeur ajoutée. L'autre service de plus en plus en place et existant depuis un certain temps est la sous-traitance opérationnelle, tout ce qui est middle office, sous-traitance opérations. C'est un service à valeur ajoutée ayant un prix mais dont la qualité et l'utilité pour les sociétés de gestion peuvent permettre d'optimiser la rentabilité. Ce sont donc des services sur lesquels nous sommes très attentifs. Plus nous aurons un dialogue avec nos dépositaires – au sens large – pour mettre en place et implémenter la réalisation et adapter les outils qui servent à mettre en place ces fonctions, plus nous ferons progresser l'industrie dans un sens de solidité et donc de sécurité.



Karima Lachgar

Bruno, pouvez-vous nous dire quelques mots sur le cahier des charges proposé par Frédérique?



Bruno Prigent

Juste avant de répondre, je voudrais revenir quelques secondes sur Madoff et le capital-risque. Je ne veux donner de vocation à personne dans la salle, mais dès l'instant où l'on concentre tout entre les mains d'une seule personne, d'une seule entité vous pouvez faire de la cavalerie sur la tenue de registre, c'est extrêmement facile et ça ne se voit pas, jusqu'au jour où l'on découvre la chose. Ce que je veux dire c'est qu'il y a un véritable effort de pédagogie à faire pour expliquer justement en quoi la séparation des métiers apporte la sécurité nécessaire pour un investisseur.

Maintenant, pour rebondir sur le métier titre – que Frédérique connaît très bien – je vais rajouter 2-3 sujets qui n'ont pas été évoqués. Le premier, compte tenu de la responsabilité

que le dépositaire a dans la restitution des actifs, je pense qu'il y a une opportunité pour nous qui est de développer un réseau de sous-conservateurs extrêmement large. Je pense que pour l'investisseur, pour la société de gestion, le fait de savoir qu'elle a en face de lui un dépositaire et que ce dépositaire agit directement sur toute une gamme de pays est quand même plus sécurisé et plus protecteur que de dire : « je passe par tel et tel correspondant puisque de toute façon de ce fait on perd la connaissance par rapport au marché, par rapport aux obligations de restitution, de ségrégation locale, etc. ». Je pense donc que c'est une ouverture de business pour les dépositaires.

La deuxième chose – et qui est évoquée dans la directive AIFM – est la notion d'évaluateur ; qui fait énormément débat. Est-ce que l'évaluateur est la fonction comptable ou est-ce que c'est autre chose? On considère que c'est autre chose. Aujourd'hui, dans la fonction d'administration de fonds que nous recevons par délégation de la société de gestion, cela consiste à déterminer une valeur liquidative, à tenir la comptabilité de l'OPCVM, le reporting, etc. À côté de cela, il y a la fonction d'évaluation qui consiste à dire : en face de chacune des lignes du portefeuille, quel est le bon cours ou la bonne valeur? C'est extrêmement simple lorsque c'est listé, hormis qu'il faut se mettre d'accord sur la règle, si c'est un cours d'ouverture, de clôture, etc. Mais lorsque l'on traite des instruments sophistiqués, c'est beaucoup plus compliqué. Nous voyons là un certain nombre d'acteurs des métiers titres proposer du pricing sur tous les instruments OTC. Je pense que, dans la mesure où nous avons de plus en plus une obligation de double valorisation de ces produits, c'est un service que nous pouvons apporter à des sociétés de gestion où en tant que métier Titres : « nous sommes totalement indépendants et capables de vous donner une valorisation sur des instruments extrêmement compliqués ». Tout ceci fait partie des sujets sur lesquels l'industrie des titres travaille en permanence.

Enfin un dernier sujet qui tient à cœur à Pierre, mais aussi à notre industrie, ce sont les ordres directs ; là aussi nous continuons de travailler, maintenant que nous avons réussi à nous mettre

d'accord avec les autorités de tutelle sur ce qu'il se passait en cas de défaillance d'un investisseur. Ce sont autant d'éléments sur lesquels nous continuons d'investir pour faire en sorte que finalement les investisseurs, lorsqu'ils vont venir en direct souscrire à des OPCVM de droit français ne perdent pas leurs habitudes par rapport à des OPCVM de droit luxembourgeois. L'idée n'est pas de créer des circuits parallèles mais de fluidifier les circuits pour les investisseurs institutionnels.



Axelle Ferey

Alors, un commentaire, au risque de faire croire que le Private Equity fait bande à part, mais en termes de service à valeur ajoutée, malheureusement la valorisation externe en Private Equity n'est pas véritablement quelque chose qui semble pertinent à nos interlocuteurs. Pour rebondir sur ce que vous disiez en matière de dépositaire et de réseaux de subcustodians, effectivement c'est quelque chose que nous voyons énormément dans le marché, donc

des dépositaires qui – à la faveur de la directive encore – se réorganisent pour renforcer leur réseau de sous-dépositaires. Je le perçois en réalité comme une réponse à l'absence de passeport.

Le fait d'avoir ce réseau dans des juridictions multiples qui fait qu'en fin de compte un dépositaire sera à même d'offrir un service dans X juridictions différentes, nous, du côté des sociétés de gestion, nous voyons aussi un intérêt, pour réorganiser les relations avec la fonction dépositaire, pour avoir un dépositaire unique capable d'agir via ses sous-dépositaires du même réseau dans les différents pays.



Bruno Prigent

L'approche que les dépositaires ont par rapport aux réseaux de sous-conservateurs n'a rien à voir avec le passeport. Le passeport pour nous c'est le fait de pouvoir dire, à l'instar des sociétés de gestion, je crée une société de gestion dans un pays donné et à partir de là je peux créer des OPCVM de juridictions différentes. Nous, ce

que nous disons en tant que dépositaire, c'est que nous souhaiterions avoir un point d'entrée unique et ensuite être capables de dire : « je fais de la fonction dépositaire pour des OPCVM de droit français, luxembourgeois, espagnol, allemand, etc ». Lorsque l'OPCVM d'une juridiction quelconque investit sur une valeur italienne, une valeur espagnole, une valeur grecque, américaine, etc., c'est là où nous avons notre réseau de sous-dépositaires. Mon point est donc de dire : nous devons être capables de proposer un réseau le plus large possible par nous-mêmes, afin de limiter le passage par des sous-dépositaires. Avoir un réseau de sous-dépositaires large interne au dépositaire, est un facteur de sécurité pour la société de gestion.



Axelle Ferey

Tout à fait. Je ne disais pas que c'était un passeport, parce qu'évidemment ce n'est pas un passeport mais c'est simplement le fait, au sein d'un même groupe, de pouvoir servir des clients dans des juridictions différentes. C'était cela l'idée.

Les régulateurs sont dans la course à la transposition avec à la clé un avantage réel pour les acteurs concernés





Karima Lachgar

Pour conclure la table ronde une dernière question à Natasha Cazenave, sur le sujet très important du timing de mise en œuvre qui doit permettre aux acteurs d'être prêts à saisir au plus tôt les opportunités offertes par la directive. Pouvez-vous nous préciser, dans l'exercice indispensable et louable qui est actuellement conduit par l'AMF quel est le calendrier retenu ? En effet, si l'on met en perspective les travaux conduits sous l'égide de l'AMF, avec ce qui est en cours dans d'autres États-membres, on se rend compte qu'il y a une sorte de « course à la transposition » avec les Pays-Bas qui semblent très en avance, le Royaume-Uni qui a lancé une consultation publique qui s'est achevée ces jours-ci. Au Luxembourg la publication du « paquet législatif » est prévue pour août. En Suède la transmission d'un projet de loi est attendue pour novembre 2012. En France, où en sommes-nous ?



Natasha Cazenave

Permettez-moi de contester cette frise. Nous sommes positionnés en 2012, alors que nous avons monté le Comité de Place en 2011, comparé par exemple au Royaume-Uni qui a publié un simple « discussion paper » qui tend la main à l'industrie pour dire : « qu'en pensez-vous ». En France, nous sommes déjà en ordre de marche pour développer les grandes orientations stratégiques.

Cette question nous est souvent posée et en réalité, effectivement, les travaux du Comité de Place ne sont peut-être pas assez connus, le fait que ce travail existe, que cet effort est en train d'être fait au niveau français.

Plus sérieusement, les travaux du Comité de Place se terminent dans le courant du mois d'avril et nous espérons pouvoir publier un rapport qui sera mis en consultation publique au mois de mai. Nous espérons pouvoir recueillir

au-delà des membres de ce Comité – qui est déjà représentatif – encore plus d'avis. Nous vous invitons bien entendu à nous répondre et à nous faire part de vos commentaires sur les pistes qui seront proposées. Il s'agit encore une fois de proposer au Trésor une feuille de route qui nous accompagnera dans la transposition de la directive et qui nous permettra – une fois la refonte de ces textes achevée – d'avoir une réglementation renouvelée pour l'industrie de la gestion alternative de demain. Donc publication en mai, en espérant avoir un texte définitif en juillet afin de disposer d'un an pour transposer et être en ordre de marche au 22 juillet 2013.



Karima Lachgar

Merci Natasha, et merci très chaleureusement à tous nos intervenants de nous avoir donné la visibilité nécessaire pour la suite de nos réflexions de Place. ■



Conclusion

Paul-Henri de La Porte du Theil,
Président, AFG

En réfléchissant à ce que j'allais vous dire, je suis parti du titre de la conférence : **ce qui se prépare pour l'industrie de la gestion d'actifs**. Lorsque nous envisageons ce titre de façon littérale, nous ressentons quand même une certaine menace. En pensant au titre, je voyais se dessiner quelque peu le tableau que vous connaissez certainement tous, il s'agit d'un tableau de la Galleria dell'Accademia à Venise : « *La Tempête* » de Giorgione. Ce tableau représente un ciel noir, de plus en plus noir, nous sentons qu'il est en train de se charger et de premiers éclairs apparaissent. J'aurais demandé à Karima, si j'avais eu le temps, de le préparer, et je l'aurais commenté. Ce tableau est très intéressant ; il fait la transition entre le quattrocento et le cinquecento, la transition entre l'école de Florence et l'école de Venise. Mais je ne développerai pas le tableau lui-même.

Il fait apparaître cette impression de menace, nous sommes dans la position du personnage dans le tableau et nous tendons le dos car l'orage va éclater et – si vous me permettez cette expression triviale – nous avons l'impression que nous allons nous faire « saucer ».

Nous avons cette impression lorsque nous voyons le nombre de directives qui arrivent ; le slide mis en évidence par Karima lors de la table ronde était de ce point de vue impressionnant. Nous pouvions nous dire que nous allions voir arriver une pluie de directives, des rafales de directives : AIFM, UCITS 5, MIFID 2, SLD, EMIR,

ICSD, PRIPs et j'en oublie. Et nous nous posons la question de savoir s'il faut paniquer. Je ne crois surtout pas que la réaction doit être de se dire que ce qui se prépare est paniquant. Non, ce qui se prépare est logique, ces directives – pour la plupart d'entre elles – étaient attendues. Quelques petits bémols sont toujours à apporter, mais ces directives, pour la plupart d'entre elles étaient nécessaires et justifiées.

Nous pouvons dire qu'AIFM – dont nous avons parlé pendant toute la conférence – était absolument indispensable, tout un pan de l'industrie n'était en effet pas régulé.

UCITS 5 est la conséquence logique de ce que nous avons dit en matière de dépositaire, conservateur dans AIFM. MIFID 2, notamment la partie marché, est absolument indispensable. MIFID 1 devait être complétée, précisée et réformée ; pour la partie commerciale j'ai quelques bémols ; SLD, oui ; EMIR, bien sûr, la façon dont les ordres sont échangés, compensés doit être retravaillée. Et PRIP's, nous l'appelons de nos vœux, cela est bien évident.

Ces directives sont finalement légitimes. Le problème pour nous réside dans le suivi de leur mise en œuvre avec beaucoup d'attention. Elles sont nécessaires et elles sont attendues car il y a une pression des politiques sur la Commission pour que ces directives soient mises en place. Le risque est qu'elles soient mises en place dans une certaine précipitation. Elles peuvent

de temps en temps n'être pas complètement cohérentes et c'est dans les détails que ces problèmes-là peuvent apparaître. Il est donc nécessaire d'y être très attentif. C'est ce que nous essayons tous de faire et c'est, je pense, ce que la Commission essaye de vérifier dans le travail intense et remarquable qu'elle fait.

Quelles sont les questions que nous devons nous poser ? La question n'est pas de savoir si c'est trop, je crois que c'est utile, nous l'avons dit. La question est de savoir comment nous faut-il les utiliser ?

Et les deux questions qui me sont venues sont les suivantes :

Est-ce que cela nous pénalise en matière de concurrence ?

Comment pouvons-nous les utiliser dans le monde qui est le nôtre et qui est un monde de concurrence ? Il s'agit d'un monde où nous sommes là pour développer nos entreprises, au service bien entendu des épargnants, mais en veillant à ce que tout cela progresse, se développe, donne de la valeur ajoutée. C'est la première question. Comment faire en sorte de s'organiser ou comment s'organiser pour y faire face dans les meilleures conditions et comment faire en sorte, avec les acteurs de l'industrie française, de travailler ensemble pour pouvoir en bénéficier et ne pas être pénalisés. La concurrence est un point sur lequel j'insiste, il me paraît absolument essentiel. Deux aspects de cette concurrence méritent toute notre attention.

► Le premier est la concurrence par rapport aux autres produits financiers, le risque étant qu'il apparaisse plus simple pour le régulateur de s'occuper de l'industrie de la gestion d'actifs et de nos métiers d'une manière générale car ils sont déjà suffisamment régulés ou sont déjà suffisamment sous le projecteur et ont déjà fait l'objet de règles par le passé. Il serait donc plus facile d'agir sur ces produits-là qu'on ne peut agir sur les autres produits qui n'étaient pas autant régulés. C'est ce que j'appelle le syndrome du réverbère – il est en effet toujours plus aisé « de creuser là où c'est déjà éclairé que de creuser à côté, dans les endroits qui sont encore un peu dans l'ombre ». C'est une tendance naturelle. Il nous faut donc veiller à ce que les autres produits financiers, les produits bancaires, les produits assuranciers, les autres produits de tout type soient soumis aux mêmes types de règles que les produits de nos professions. Il faut veiller à ce qu'il y ait le même niveau de transparence, le même niveau de déclaration, les mêmes contraintes et que les dates de mise en place de ces contraintes soient les mêmes. De ce point de vue-là, nous attachons une importance considérable à ce que PRIIPs soit effectivement traité et qu'un certain nombre de points issus d'autres directives ne soient mis en place qu'à partir du moment où PRIIPs aurait été mis en place au préalable.

Cela conduirait à ce qu'un certain nombre de contraintes ne soient mises en place qu'à partir du moment où elles le sont sur l'ensemble des produits financiers d'une manière générale et horizontale. Ce premier point de concurrence horizontale entre produits apparaît essentiel.

► Le deuxième point concerne la concurrence par rapport aux pays tiers, aux autres continents que l'Europe. Il est important que l'Europe se conduise comme d'autres continents le font et utilise ou au moins ait davantage conscience de la dimension concurrentielle des directives.

Manifestement, les Américains ont une longue expérience de la régulation et savent l'utiliser d'abord bien entendu pour protéger l'investisseur, l'épargnant – c'est l'objectif premier d'une régulation – mais en ne perdant jamais de vue que cette régulation joue un rôle dans la dimension concurrentielle entre pays. Nous appelons de nos vœux que l'Europe intègre davantage cette dimension concurrentielle, cette dimension « cynique » mais qui doit être prise en compte. Nous ne demandons surtout pas de protectionnisme, mais une vraie réciprocité et nous demandons qu'il n'y ait, de ce point de vue-là, pas d'ouverture aux pays tiers sans contreparties.

Comment devons-nous nous organiser pour y parvenir ?

► Premièrement nous devons jouer la solidarité entre nos métiers. Toutes les évolutions sur les fonds impactent l'ensemble de nos métiers et impactent en particulier les métiers de la gestion et du titre. Cette concertation entre nos métiers est une ardente obligation si nous voulons être efficaces dans ce combat industriel.

Cette concertation existe et fonctionne depuis plusieurs années, beaucoup de chantiers évoqués aujourd'hui en témoignent : la convention dépositaire, le marquage des ordres... Je ne peux m'empêcher de citer le référentiel OPCVM, qui aurait pu fonctionner si cela n'avait été que de la concertation entre nos métiers.

Cela dépendait malheureusement davantage de décisions politiques, il fallait un marquage législatif qui n'a pu avoir lieu, nous sommes tombés au moment où le Sénat n'était plus du même avis que l'Assemblée Nationale et notre projet en a fait les frais. Je pense que sur cette concertation, il faut donc maintenir ce que nous avons fait en nous disant que les choses vont de plus en plus vite, les directives sont nombreuses, les réactions que nous devons avoir doivent être de plus en plus rapides. L'avantage d'avoir

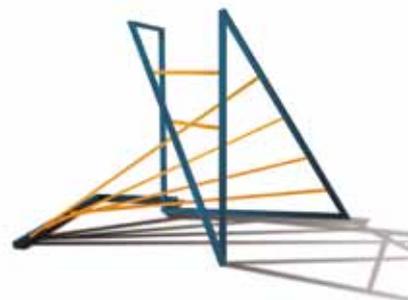
appris à bien travailler ensemble nous permet de nous rôder, je pense que nous gagnerons à chaque fois un peu plus de temps mais il faut que nous apprenions à aller encore plus vite dans les décisions que nous mettons en place ensemble pour réagir.

► La seconde remarque est une remarque par rapport au régulateur. Nous avons un régulateur français de qualité, nous l'avons tous dit. Il est très important de concevoir que la dimension la plus importante pour que le régulateur contribue à la croissance et au rayonnement de la profession soit la clarté, la lisibilité, la cohérence, la simplicité des règles que nous mettons en place. C'est ce que Natacha disait tout à l'heure et je ne peux qu'appuyer totalement ce qu'elle a dit. Il est nécessaire de faire – en matière de règles – tout ce que nous ne faisons pas en matière de fiscalité c'est-à-dire de la stabilité, de la prédictibilité. En revanche, il ne faut pas – et là aussi c'est un petit message à notre régulateur – imaginer que les qualités de rigueur du régulateur auraient une valeur à l'export et seraient ressenties par les clients internationaux comme un plus pour la France. Cela n'est pas vrai du tout, ne l'a jamais été et ne le sera, je crois, jamais.

Dans ces conditions, je pense que nous pouvons regarder l'avenir sans avoir peur de tout ce qui se prépare. Nous n'avons pas de raison, comme les Gaulois, d'avoir peur que la régulation nous tombe sur la tête et que cela nous pénalise pour l'avenir. Ce qui doit être regardé et qui s'avère être important pour l'avenir, ce sont bien davantage des problèmes structurels classiques d'une industrie. Pour notre profession ce sont des points qu'il faut aborder et regarder en s'interrogeant sur le point de savoir comment les utiliser. La problématique que nous avons dans notre profession est que certes l'épargne est abondante partout dans le monde et continue à se développer – c'est un point tout à fait positif –, mais elle est moins mobilisable en France car les institutionnels en ont moins ou la donnent

Spécial Conférence n°42

AIFMD/OPCVM : Ce qui se prépare pour l'industrie de la gestion d'actifs



"Structure" de Charles Sawat, jeune sculpteur, dessinateur et graveur, que l'AFTI accompagne dans sa création artistique.

moins à gérer à nos professions. Du côté des particuliers il y a un certain nombre de problèmes et la fiscalité n'aide pas à faire en sorte que cette épargne se dirige vers des produits longs qui sont ceux que nous savons gérer.

Le deuxième et dernier problème structurel que je vois est celui de l'offre produit. Nous devons regarder notre offre produit et la faire évoluer. Elle n'a pas beaucoup évolué dans son organisation, dans son mode de présentation depuis des années. Il est certain que, pour tenir compte des évolutions du marché et de la demande, il est nécessaire de faire évoluer cette offre car les besoins et les goûts des épargnants évoluent.

Autrement dit, les questions que nous avons à traiter, à regarder, sont des questions classiques. Le tournant ou l'événement nouveau

finale, est que l'industrie de la gestion est arrivée à un moment où elle se pose les questions que toute industrie se pose.

Elle a, de ce point de vue-là, une chance supplémentaire par rapport à beaucoup d'autres industries à savoir que la demande de produits que nous proposons reste dans le monde entier en croissance. Nous sommes une industrie qui devient une industrie classique, avec des problématiques d'offres, des problématiques de réponses à des besoins de clients, mais nous sommes dans un univers qui reste un univers en croissance et ce sur le moyen/long terme, donc un univers tout à fait positif.

De ce point de vue-là, ce qui se prépare pour l'industrie de la gestion peut être regardé avec une vision positive. ■

Spécial Conférence

est un périodique édité par l'AFTI.

afti
La dynamique du post-marché

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
Crédit photos : Éric Thibaud
Réalisation :
Café Noir - Impressions du Sagittaire

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

ISSN : 1262-2109