

## Sommaire

### Éditorial

Marcel RONCIN,  
Président de l'AFTI

1

### Première

**table ronde :**  
L'actualité législative et réglementaire de la gestion d'actifs :

2

les grands chantiers à venir (OPCVM V, LTIFs, MMFs, MIF2, TTFE, shadow banking, DFA...)

Karima Lachgar  
Délégué Général,  
AFTI

**Transposition de la législation AIFM : une dynamique partagée des asset servicers**

8

Carine Echelard  
Directeur Général Délégué,  
CACEIS Bank France et  
CACEIS Fund Administration  
Animatrice du groupe  
Administration de fonds de  
l'AFTI

**Présentation des travaux AFTI en matière de guides et de bonnes pratiques**

10

Michèle Besse  
Responsable du Contrôle  
Dépositaire,  
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE  
SECURITIES SERVICES  
Animatrice du groupe  
Dépositaire de l'AFTI

**Seconde table ronde : Transposition de la législation AIFM : Premiers retours d'expérience des professionnels et du régulateur**

11

Karima Lachgar  
Délégué Général,  
AFTI

### Conclusion

Paul Henri  
de la Porte du Theil  
Président,  
AFG

17

# Effervescence réglementaire et législative dans la gestion d'actifs Nouveau challenge à relever pour l'industrie française

## Éditorial

L'avalanche réglementaire n'a pas épargné l'industrie financière. La feuille de route de la Commission Européenne est tout à fait édifiante à cet égard.

Que les textes en question soient dédiés à la gestion d'actifs comme AIFM, ou moins directement, comme MIF, EMIR ou CSDR, ils exercent sur cette activité un impact non négligeable.

Ces textes sont nés de la crise, et ils ont été voulus par le plus haut niveau politique qui soit : le G20, avec :

- pour objectifs principaux, la protection de l'investisseur final,
- une surveillance accrue et une plus grande transparence des marchés,
- une harmonisation progressive des pratiques dans les États membres.

Légiférer dans un environnement aussi difficile que celui qui a prévalu pendant les pires moments de la crise tenait de la gageure.

Il fallait en effet concevoir des mesures de protection des marchés et des investisseurs, tout en fixant les lignes directrices du futur de ces métiers.

L'avenir nous dira si les solutions qui ont été arrêtées sont bien en adéquation avec le problème posé.

À cet égard, je redis ma préoccupation au regard de ce déferlement de réglementations, non sur leur bien-fondé, car il fallait apporter des réponses fortes au dérèglement de la finance, mais sur le risque de superposition de textes différents dans un même domaine d'activité avec les conséquences que l'on devine pour l'industrie, chargée de travailler dans un ensemble pas toujours très cohérent.

Si les textes déjà livrés ou à venir sont nombreux, le plus important pour l'industrie de la gestion d'actifs est sans doute AIFM, directive sur les gestionnaires de fonds alternatifs, publiée le 21 juillet 2011, et qui répond au besoin de régulation de certains produits financiers, ainsi que d'encadrement de leurs pratiques. Entrée en vigueur le 22 juillet 2013, AIFM a prévu une période transitoire d'un an pour permettre aux sociétés de gestion de se mettre en conformité avec ses exigences.

Texte essentiel, d'une ampleur considérable, AIFM

apporte enfin au Dépositaire les précisions attendues depuis une trentaine d'années sur l'environnement dans lequel il doit travailler et notamment, ses missions et ses responsabilités. Il est à noter l'obligation qui est faite à tous les FIA de se doter d'un dépositaire unique, ce qui est déjà le cas en France, au contraire d'autres États membres.

En 2013, deux conférences ont été organisées, l'une à Londres, et l'autre à Paris, pour démontrer que les dépositaires français étaient, selon l'expression de l'époque : « dans les starting-blocks ». Ces derniers ont en effet une longue expérience d'un environnement régulé et sécurisé, comme l'est la Place de Paris depuis longtemps, et leur régime de responsabilité est plus strict que celui introduit par AIFM.

L'AFTI a fait de la préparation d'AIFM une priorité, en participant au Comité de place ad hoc, en créant un groupe de travail transversal, en multipliant les contacts auprès des divers régulateurs, ainsi que via son Forum européen « ETDF ».

Par ailleurs, AIFM nous a conduits à travailler avec plusieurs associations de gestionnaires, tels l'AFIC, l'ASPIM, l'ASSFOR, pour rédiger le modèle de Place de la convention Dépositaire ainsi que le guide des bonnes pratiques SDG/Dépositaire.

Enfin, autre produit d'AIFM, la charte d'exercice professionnel de l'Expert Externe en Évaluation, qui fixe les règles de conduite professionnelles de l'EEE.

D'autres textes sont sur l'établi :

- le projet de Directive UCITS V pour lequel un accord politique a été trouvé le 25 février 2014, propose de traiter des fonctions de Dépositaire pour les OPCVM
- un projet de règlement sur les fonds du marché monétaire va imposer le respect de règles prudentielles sur un marché vulnérable et porteur d'un risque de contagion
- enfin, la Commission européenne a adopté un paquet de mesures visant à favoriser le financement à long terme pour faciliter le retour de la croissance via des FEILT. ■

**Marcel Roncin**  
Président de l'AFTI

## Première table ronde : L'actualité législative et réglementaire de la gestion d'actifs : les grands chantiers à venir (OPCVM V, LTIFs, MMFs, MIF2, TTFE, shadow banking, DFA...)

### Introduction

#### Karima Lachgar

Délégué Général,  
AFTI

Christine Lagarde, Directrice Générale du FMI, résumait l'état de la situation économique actuelle de la manière suivante : « Maintenant que le monde se remet de la Grande Récession nous entrons dans une ère de Grande Transition ». Celle-ci se caractérise par une reprise lente et déséquilibrée. En effet, les politiques monétaires conduites par les banques centrales semblent désormais en voie de stabilisation et la physionomie du secteur bancaire et financier a indéniablement évolué. À cela s'ajoute un agenda législatif et réglementaire encore profondément marqué par les remèdes anti-crise. Dans ces conditions, il est très délicat pour les acteurs de marché de contribuer pleinement à la relance de la croissance et au financement de l'économie. À ce titre, l'AFTI espère que le prochain renouvellement de la Commission et du Parlement européen marquera la fin de cette période de Grande Transition, et qu'à défaut d'une pause réglementaire pour laquelle une grande partie des professionnels de la finance plaide, des initiatives concrètes en matière de politique de croissance seront initiées. Pour l'heure, les acteurs de l'industrie font face à de nombreux défis relatifs aux textes adoptés ou en passe de l'être.

Plusieurs demandes d'avis techniques de la Commission européenne vers l'ESMA sont attendues dans les prochains jours, au regard notamment de la déclinaison du niveau 2 de MIF 2, MIFIR et de UCITS V.

*Laurent Degabriel, vous êtes Head of Investment and Reporting à l'ESMA, quel est l'agenda à court terme de l'ESMA ?*

**Laurent Degabriel :** Effectivement nous sommes en présence d'un nombre important de textes réglementaires. Les changements à venir au sein de la Commission Européenne

devraient être annonciateurs d'une période d'accalmie. La logique veut qu'une fois le travail de la Commission fini, l'ESMA débute le sien. Le chantier majeur concernera MIF 2 et MIFIR pour lesquels 75 pièces législatives de natures très différentes seront produites. Le travail de l'ESMA sur MIF 2, dont l'entrée en application devrait être fixée à janvier 2016, ne consistera pas à revisiter les décisions prises. Néanmoins, l'ampleur des tâches sera importante puisque l'ESMA sera amenée à travailler sur des sujets directement liés aux marchés ou bien relatifs à la protection des investisseurs.

Ainsi dans ce dernier domaine, les professionnels de la finance seront tout particulièrement attentifs aux thématiques liées aux commissions et à leurs conditions de réception, notamment pour le conseil financier indépendant. L'intervention des régulateurs de marchés comportera d'importantes nouveautés. En effet, ces derniers seront désormais en mesure de suspendre la commercialisation d'un produit ou d'un service dès lors que ce dernier sera perçu comme une menace à la protection des investisseurs ou à la stabilité des marchés. Enfin l'ESMA interviendra sur le thème de la gouvernance-produit, à travers le renforcement des obligations relatives à la création de nouveaux produits de la part des firmes et des banques.

Sur la partie directement liée aux marchés, le travail de l'ESMA portera sur les conditions de transparence des marchés actions à travers une analyse des waivers ainsi qu'une revue de la transparence de tous les autres instruments financiers tels que les obligations et les dérivés. À ce titre, un travail important de calibration des seuils de détermination des effets de liquidité devra être mené. Les pouvoirs de l'ESMA sont donc renforcés y compris sur le marché des matières premières où les positions seront désormais soumises à des limitations. Sur tous les sujets de MIF II, l'ESMA organisera deux sessions de consultation. Un premier document de discussion sera distribué sur lequel certaines orientations générales relatives aux grands sujets seront

établies. Un second document de consultation sera remis plus tard dans l'année et détaillera des projets de textes sur lesquels les professionnels de la finance seront invités à réagir. Des tables rondes seront par ailleurs organisées afin d'instaurer un dialogue plus approfondi avec les participants de l'industrie financière. À noter toutefois que sur les sujets liés à la protection des investisseurs qui font l'objet d'une demande de conseil technique de la part de la Commission Européenne, les délais ne rendent possibles qu'une seule consultation.

Concernant UCITS V, l'ESMA distingue trois grands domaines : les règles sur les dépositaires, les règles sur les rémunérations et les sanctions. Les règles sur les dépositaires et les rémunérations sont une extension des dispositions AIFM. Le champ d'application est élargi aux délégataires et aux commissions de performance. Cependant, si les règles de rémunération doivent favoriser une gestion des risques saine et efficace, elles doivent également respecter l'orientation de gestion de l'OPCVM en question. Ainsi, en présence d'un antécédent de gestion à 5 ans, il serait souhaitable d'avoir des règles d'étalement des bonus sur la même durée. Plusieurs textes de la réglementation relative aux groupes bancaires intégrés font actuellement débat. À ce titre, l'ESMA travaillera avec l'Autorité Bancaire Européenne dans le but d'harmoniser les dispositions UCITS avec les dispositions émanant de la directive sur les exigences en termes de capital.

**Karima Lachgar :** Avec des échéances importantes en 2013 et en 2014, la mise en œuvre d'EMIR a occupé l'industrie. Laurence Caron-Habib, vous êtes Directeur Public Affairs chez BNP Paribas Securities Services. Quels sont les points saillants de la mise en œuvre d'EMIR pour les acteurs ?

**Laurence Caron-Habib :** L'impact d'EMIR sur le monde de la gestion et sur les acteurs de l'industrie financière est considérable puisque

## Première table ronde : L'actualité législative et réglementaire de la gestion d'actifs : les grands chantiers à venir (OPCVM V, LTIFs, MMFs, MIF2, TTFE, shadow banking, DFA...)

cette réglementation a une incidence sur tous les enjeux actuels et futurs auxquels les acteurs financiers sont confrontés.

La transparence constitue un enjeu majeur. À ce titre, l'obligation de reporting et la mise en place des trade repositories en février 2014 ont requis une quantité importante de travail de la part des professionnels de l'industrie.

Le deuxième enjeu s'apparente à la gestion du risque systémique à travers la problématique du collatéral. Celle-ci soulève des questions importantes liées à l'augmentation des besoins en collatéral, à la fluidité de ce dernier ou encore aux défis opérationnels liés à sa gestion. La protection des actifs et des investisseurs ainsi que la ségrégation des apports en collatéral, qu'il s'agisse de dérivés clearés ou non clearés, sont autant de problématiques récurrentes et présentes dans de nombreux autres textes.

Enfin les sujets relatifs à l'environnement réglementaire et à ses nouvelles règles posent les questions de la gestion des coûts, de l'optimisation des processus ainsi que du maintien d'un niveau de performance élevé face à ces différents produits financiers. À ce titre, de grandes questions font surface en termes d'outsourcing et de recours à des tiers pour assister les acteurs de la gestion sur ces différents aspects. En dépit de son entrée en vigueur l'année dernière, EMIR reste un sujet incontournable. Les règles n'étant pas encore toutes énoncées, certains points doivent être clarifiés. Ainsi, le rapport final de BCBS-IOSCO sur les marges des dérivés OTC non clearés est toujours attendu. Sont attendues par la suite des consultations de l'ESMA, de l'EIOPA et de l'EBA. Le périmètre précis des produits soumis à l'obligation de clearing demeure flou. Sur fond de problématique de reporting, les chevauchements potentiels entre EMIR et d'autres textes soulèvent de grandes questions relatives à MIF 2 ou à l'articulation d'EMIR avec les guidelines de l'ESMA sur les fonds UCITS. En définitive, l'industrie est en proie à de nombreuses questions d'articulation des règles EMIR avec les autres réglementations.

**Frédéric Bompaire – Amundi:** Dans le cadre d'EMIR, les sociétés de gestion ont la

sensation que les régulateurs et les législateurs n'ont pas pris en considération l'opposition traditionnelle entre dérivés listés et dérivés OTC, qui devrait faire place demain à une opposition entre dérivés clearés et non clearés. De fait, des difficultés d'interprétation émergent sur la partie OTC clearés où nous ignorons quelle sera la valeur juridique du cours de compensation de la chambre: faut-il le contester ou bien le considérer comme une référence de marché?

**Laurent Degabriel:** L'ESMA est consciente de ces difficultés d'application et travaille sur un certain nombre d'entre elles. À ce titre, une liste de « questions/réponses » a été établie. L'objectif premier est de faciliter la mise en application de ces textes, à la fois pour l'industrie et pour le régulateur qui se trouve également en proie à des interrogations. Toutefois, certains sujets ne sont pas du ressort de l'ESMA et dépendent des consultations de l'IOSCO, l'EIOPA et l'EBA. Pour le reste, l'ESMA invite les acteurs de l'industrie à l'alerter si certaines thématiques ne sont pas déjà traitées par nos services ou en passe de l'être. Il existe des points sur lesquels l'ESMA peut intervenir, et il est dans l'intérêt de tous que cela soit clair afin que l'application du texte se fasse dans les meilleures conditions.

**Karima Lachgar:** Pour aborder les dispositions d'un texte spécifique au monde de la gestion, Eric Derobert, vous êtes Directeur de la Communication et des Affaires Publiques chez Caceis, quelle synthèse peut-on dresser de l'adoption de UCITS V?

**Eric Derobert:** UCITS V est un dossier attendu et demandé par la place de Paris. Un accord politique a été conclu en début d'année et le dossier devrait être finalisé dans les mois qui viennent. Sa mise en œuvre est fixée à 2016.

In fine, il devrait s'agir d'un alignement du régime du dépositaire de fonds UCITS sur le régime du dépositaire du cadre d'AIFM. Précisons que les négociations ont également porté sur les volets sanctions et rémunérations et que ce sont ces points, plutôt que le régime du dépositaire, qui ont été à l'origine des délais de conclusion du dossier.

En ce qui concerne le régime de responsabilité du dépositaire, notons comme différence majeure, par rapport à AIFMD, la suppression de la faculté de transfert de la responsabilité du dépositaire, en ce qui concerne les avoirs en tenue de compte-conservation. En effet si,

## Première table ronde : L'actualité législative et réglementaire de la gestion d'actifs : les grands chantiers à venir (OPCVM V, LTIFs, MMFs, MIF2, TTFE, shadow banking, DFA...)

dans AIFMD, l'obligation de restitution d'actifs peut, sous réserve du respect de conditions d'accord préalable des parties et de publicité, porter non sur le dépositaire lui-même mais sur l'un de ses délégués, cette clause n'existera pas dans UCITS V.

D'une façon globale UCITS V représente, aux yeux des dépositaires, une avancée majeure puisque cette directive clarifiera et harmonisera la fonction dépositaire.

Les professionnels attendent désormais que les textes de niveau 2 poursuivent et complètent ces objectifs. L'alignement général sur AIFMD et les précisions que l'ESMA devrait apporter, à travers ses prochains documents de « questions/réponses » sur la mise en œuvre de cette directive, devraient être mises à profit pour faciliter les étapes de consultation du marché et de rédaction des textes délégués. Du point de vue des dépositaires, UCITS V est une étape essentielle pour laquelle l'industrie est prête grâce au cadre AIFM déjà largement installé dans le paysage. L'harmonisation européenne représente une autre dimension pour la profession. S'il est certain que les dépositaires Français étaient bien préparés au nouveau cadre réglementaire, certains concepts sont encore très loin du vécu historique des dépositaires étrangers. Il est du devoir des professionnels de faciliter cette harmonisation. Le délai est court mais la place de Paris est prête. L'expérience acquise avec AIFMD apportera également les pistes pour régler des sujets encore ouverts tels que la ségrégation, le cash monitoring, ou les échanges d'informations entre les différentes parties.

**Karima Lachgar:** *Le contexte de renouvellement des institutions européennes lève certaines interrogations relatives au package MMFs LTIFs et Indices Regulation. Frédéric Bompain, que peut-on en dire ?*

**Frédéric Bompain:** Face à l'avalanche réglementaire actuelle, MMF et la réglementation sur les indices sont deux projets qui n'ont pas franchi l'obstacle du Parlement. Il faudra donc attendre la prochaine législature afin de voir s'ils sont remis à l'ordre du jour.

Les chances de dénouement du dossier LTIF diminuent chaque jour. Cependant, la pression politique reste soutenue et rien n'est encore acté. Il s'agit d'un sujet récurrent qui est abordé régulièrement depuis trente ans. Les fonds d'investissement à long terme et le financement de l'économie réelle sont des sujets lourds qui subsisteront. Les investisseurs institutionnels sont les principaux acteurs concernés par cette thématique. L'alignement de UCITS V sur AIFM a reçu un bon accueil. Les acteurs auront une vision cohérente des problématiques et la courbe d'expérience développée autour d'AIFM facilitera sa mise en place. Dans le domaine de la rémunération, l'application proportionnée mérite de nombreuses explications avec les régulateurs locaux. Il s'agit d'élaborer des textes en cohérence avec la réalité de l'activité des sociétés de gestion et non de se démarquer du schéma de la société de gestion gérant un hedge fund particulier. Le second point essentiel relatif à la question de la rémunération réside dans l'harmonisation. La France s'inscrit dans une approche différente du Royaume Uni où des règles de rémunération allégées seront appliquées pour des sommes inférieures à 500 000 €. Lors de l'application d'une même réglementation il est indispensable de s'assurer qu'il existe une vision coordonnée et applicable de ces différents aspects.

MMF et les fonds monétaires sont un sujet important en France. Au niveau Européen, on dénombre 1 100 milliards d'euros de fonds monétaires et à eux trois, l'Irlande (350 milliards d'encours), la France et le Luxembourg représentent 95 % des encours européens. L'enjeu du projet de réglementation consiste en une harmonisation des différents types de fonds monétaires existants en Europe. D'un côté se situent des fonds monétaires dits américains, notamment adoptés par les Irlandais et les Luxembourgeois. Ces fonds sont basés sur le principe de la Constante NAV avec une valorisation en linéarisation jusqu'à 397 jours au Luxembourg, pendant lesquels seuls les intérêts courus sont pris en compte, sans préoccupation relative à l'évolution du capital. En France, l'AMF a anticipé la difficulté présentée par ce type de produits relativement à la protection des investisseurs. À ce titre, les

fonds C/NAV ne sont pas présents en France et les V/NAV, des fonds classiques sur lesquels une valeur liquidative est calculée chaque jour selon un cours de marché, prédominent. La réglementation MMF visait précisément à distinguer ces deux types de fonds mais elle manquait son objectif en traçant la ligne de démarcation entre les fonds de court terme et les fonds classiques standards. Elle passait ainsi à côté de la distinction entre V/NAV et C/NAV et évinçait la recommandation de la Commission d'évoluer vers un modèle en V/NAV, à valeur de marché et avec un minimum de capitaux propres mobilisables face aux encours. L'absence de valorisation au prix de marché inhérente aux fonds C/NAV engendre un risque d'écart de valorisation. Lorsque cet écart entre ce qui est publié constant et la « shadow NAV » au prix de marché devient négatif, un avantage apparaît pour le premier sortant, celui-ci n'intégrant pas cet écart de valorisation dans son prix de sortie. En découle un système auto entretenu de panique et de run, caractérisé par des défauts et par le rachat des parts de nombreux porteurs. Ce sujet fondamental a été abordé et traité à IOSCO. Parallèlement à cette tentative de distinction, la réglementation répondait à des implications de liquidité minimale à travers l'introduction d'un ratio de liquidité et d'un ratio renouvelé de diversification. Elle prévoyait par ailleurs plusieurs critères d'éligibilité afin de maintenir l'accessibilité des produits dérivés dans la gestion des fonds monétaires. La discussion avançait progressivement jusqu'à ce que le projet soit reporté à une date ultérieure. À l'heure où le projet de réglementation est reporté en Europe, la SEC travaille aux États-Unis et pourrait essayer de tirer parti de la situation. Il est regrettable que l'Europe n'ait pas réussi à être pionnière dans ce domaine en insistant sur la distinction entre C/NAV et V/NAV.

Un compromis n'a pu être trouvé sur le sujet des indices et le projet a donc également été ajourné. Si le projet européen de la Commission visait l'ensemble des indices, la recommandation de la place et des professionnels était de procéder à la réforme de façon progressive. La discorde était relative aux indices contribués – tels que le LIBOR – reposant sur des informations fournies et non



## Première table ronde : L'actualité législative et réglementaire de la gestion d'actifs : les grands chantiers à venir (OPCVM V, LTIFs, MMFs, MIF2, TTFE, shadow banking, DFA...)

sur des informations constatées qui ne laissent pas de place à la discussion. Il convient de résoudre cette problématique et de prévoir une réglementation sur les contributions en conservant l'idée que chaque indice a un administrateur totalement responsable, en évitant toutefois d'inclure dans cette définition de producteur d'indices des sociétés de gestion qui produisent un indice composite dans le simple but de répondre à la demande de l'AMF qui les oblige à avoir un indice de référence. Des méthodes de hiérarchisation et de définition plus précises du champ d'application sont nécessaires.

**Karima Lachgar:** *Jean Eyraud, vous êtes Président de l'Af2i, quelle est votre perception de représentant des investisseurs institutionnels sur ces différentes initiatives législatives et réglementaires ?*

**Jean Eyraud:** L'Af2i observe de nombreux sujets ressortant du projet relatif aux fonds monétaires. Des modifications sensibles vont être introduites dans le processus d'investissement des sociétés de gestion, ce qui risque d'engendrer une concentration de l'activité. Le risque sera donc systémique et de nouvelles exigences en matière de valorisation mark-to-market vont apparaître. Alors que la France était caractérisée par sa puissance d'innovation en matière de produits, les institutionnels anticipent des risques de limitation de l'offre et de la gestion de trésorerie. Par ailleurs, cela contrecarre les bases du développement graduel des missions de TCN et d'obligations de la part d'ETI dont les émissions seraient trop faibles pour intéresser les gérants de ces fonds mastodontes. L'Af2i le regrette puisqu'elle participe à la promotion de cette activité et de ce type de financement. La potentielle TTF européenne pourrait également compliquer les choses.

L'Af2i a accueilli l'arrivée des fonds LTIFs avec quelques interrogations. L'objectif est de développer un véhicule de long terme aux caractéristiques ad hoc comprenant une liquidité réduite voire nulle, une maturité longue et des règles de valorisation appropriées. Contrairement à certains de ses voisins européens, la France compte déjà de nombreux produits et cadres de gestion de ce type, tels que l'assurance vie, les PERP ou bien les systèmes de retraite complémentaire. La France est également bien dotée en véhicules collectifs à vocation générale spécifique qui se positionnent aussi sur le long terme, comme les FCPR mais aussi les Sicav, les OPCV, FCPE ou encore les fonds contractuels. Pour que le mécanisme fonctionne, il convient de distinguer l'utilité propre à un investisseur institutionnel de celle propre à un particulier. Or les conceptions peuvent varier fortement d'un pays à l'autre. En France, un institutionnel sera essentiellement intéressé par ces fonds pour y loger des actifs illiquides de différentes classes et ainsi mutualiser les risques de valorisation. Le mécanisme intéressera également les petites institutions cherchant à investir des sommes très faibles dans des actifs très diversifiants. Un particulier gestionnaire de sa propre fortune sera intéressé soit par une combinaison d'actifs au sein d'une même classe d'actifs, ou bien par des véhicules investissant dans plusieurs classes d'actifs et pensés dans une logique propre aux particuliers qui ne sont pas sensibles au temps. Il semblerait que ces conséquences ne sont pas prises en considération dans le projet LTIF.

L'Af2i s'inquiète également des conséquences du projet de réglementation des indices. Elles se manifestent déjà à l'heure où l'AFTB renonce à sa publication hebdomadaire des spreads sur les TCN à l'AGEFI. Par ailleurs, l'Af2i a officiellement appris qu'une grande

banque mondialement connue s'apprête à abandonner son activité de fourniture d'indices.

**Karima Lachgar:** *Compte tenu d'un agenda législatif et réglementaire assez lourd, en effet, d'autres initiatives impactent l'industrie de la gestion d'actifs qui viennent d'être publiées par la Commission, qu'en est-il des risques de lacunes ou de divergences entre les différentes dispositions de ces projets ? Comment l'ESMA et l'Af2i identifient-elles cette problématique ?*

**Jean Eyraud:** Certaines conséquences sont inattendues. Par exemple des commissions financières d'institutions fuiraient devant le terme FIA et chargeraient les directeurs de caisses de retraites d'institutions de transférer les fonds dédiés en UCITS. En droit français, il est aisé de détourner une réglementation à son profit. À l'origine les OPCV ont été créés pour contrecarrer les risques de liquidité des CPI et non pour l'usage des professionnels qui les ont cannibalisés. Aujourd'hui la quasi-totalité des OPCV sont des OPCV à règle de fonctionnement allégé avec effet de levier.

D'un côté se situent les entreprises non financières qui se croyaient exclues du périmètre d'application du règlement EMIR et qui ont découvert tardivement qu'il leur fallait à minima faire état de leurs opérations, celles intragroupe incluses. De l'autre, nous faisons face à des anomalies et des superpositions de textes mises à jour lors de la consultation organisée par la Commission en 2013. Des oublis de définitions précises relatives aux instruments financiers dans la directive MIF ou relatives à la notion de dérivé dans EMIR ont été relevés. De même, les services accessoires de gestion de la directive AIFM sont différents de ceux cités dans le Passeport. Ces erreurs donnent beaucoup de travail aux associations de place et aux régulateurs. Il s'agit de les corriger dans les plus brefs délais.

## Première table ronde : L'actualité législative et réglementaire de la gestion d'actifs : les grands chantiers à venir (OPCVM V, LTIFs, MMFs, MIF2, TTFE, shadow banking, DFA...)

**Karima Lachgar:** *Laurent Degabriel, quelle est la marge de manœuvre de l'ESMA face à ces dysfonctionnements identifiés ?*

**Laurent Degabriel:** L'incohérence peut émerger au niveau 1, auquel cas, l'ESMA n'est pas en mesure d'intervenir. Il sera alors du ressort de tous les professionnels d'attirer l'attention du législateur sur ces incohérences. La deuxième source d'incohérences potentielles peut survenir d'une application non uniforme des textes dans les différents pays Européens. L'un des rôles premiers de l'ESMA est d'assurer l'application harmonisée des textes. Aussi, il est nécessaire que l'industrie financière pointe les distorsions qui se créent afin que l'ESMA puisse y pallier.

Quant aux anomalies pointées par l'Af2i, les exemples mis en avant ne sont pas nécessairement les plus pertinents puisqu'une définition des instruments financiers relativement précise est incluse dans la directive MIF (cf. Annexe II de ce texte). Il existe il est vrai un certain nombre d'ambiguïtés sur les dérivés, et notamment les dérivés change sur lesquels l'ESMA travaille actuellement, mais il s'agit de l'unique zone d'ombre existante. Par ailleurs, cette liste d'instruments relativement précise ne devrait pas être fortement modifiée par MIF 2.

En définitive, sur ces deux sources d'incohérences, l'ESMA est en mesure d'intervenir seulement sur la deuxième, relative aux problèmes d'application entre les différents pays Européens.

**Karima Lachgar:** *Le projet de règlement sur la transparence en matière d'opérations de financement sur titres (SFT) a été publié en janvier 2014, en vue de décliner au niveau européen les orientations du FSB en matière de Shadow Banking. Eric Dérobert, comment percevez-vous ce projet de texte ?*

**Eric Dérobert:** Ces thématiques sont encore peu claires mais il est important de les évoquer dès à présent afin qu'elles puissent s'inscrire dans un équilibre général proposé par la

réglementation du secteur. Une proposition, qui vise à une plus grande transparence des opérations de prêts-emprunts de titres par les fonds, aussi bien AIF que UCITS, a effectivement été faite récemment. Elle s'inscrit dans le contexte de la maîtrise du « Shadow Banking ». Cette proposition rappelle l'intérêt de préserver ce type d'opérations qui contribuent à la fluidité des marchés et au développement de l'investissement et de l'économie. Un autre élément important est la capacité d'améliorer la performance des fonds grâce à ces techniques financières. Parmi les mesures proposées, outre l'enregistrement des opérations auprès d'un Trade Repository (mesure similaire à celle existant dans EMIR), il est envisagé d'imposer aux fonds un reporting obligatoire renforcé. Cela se traduit à la fois par une information a posteriori, présente dans les rapports semestriels et annuels et par un volet « précontractuel », à destination des investisseurs. Il faudra probablement veiller à ce que ces obligations d'informations soient calibrées de telle façon qu'elles ne deviennent pas une source de coûts significative et que, au final, le cadre contrôlé et transparent de ces opérations reste en phase avec les objectifs visés à l'origine.

**Frédéric Bompain:** SFT est l'illustration de deux biais. Tout d'abord, SFT (Securities Financing Transaction) est la vision bancaire des prêts/emprunts de titres et des cessions temporaires de titres. Alors qu'en France on parle uniquement de « cession temporaire de titre », deux termes coexistent dans les pays anglo-saxons : SFT pour les banques et EPM (Efficient portfolio management techniques) pour les gérants. Le projet SFT étant parallèle à la réglementation bancaire, seul l'aspect bancaire est envisagé. Malgré cela, un maximum de transparence est exigé de la part des fonds qui souvent, divulguent déjà une grande quantité d'informations.

Le deuxième biais consiste en l'absence de transversalité des exigences. Les gestionnaires de fonds sont actuellement soumis à de nombreux critères lors de l'élaboration des reportings inclus dans les rapports annuels et les prospectus. Les nouvelles réglementations UCITS s'accompagnent d'exigences pointues

de la part de l'ESMA qui requièrent des critères parfois différents qui viennent alourdir le travail des gérants.

**Karima Lachgar:** *Est-il pertinent de faire un parallèle avec la problématique des Non-Banks SIFs (Systemically Important Financial Institutions) ? Peut-on considérer que les discussions internationales en matière d'encadrement des acteurs non bancaires sont guidées par la volonté de réguler de la même façon les acteurs bancaires et non bancaires ?*

**Frédéric Bompain:** NBNI SIFs (Non-Banks Non-Insurers Systemically Important Financial Institutions) interpelle les asset managers sur la notion de risque systémique que peuvent présenter les sociétés de gestion. Personne n'est surpris du fait que certaines banques et certains assureurs aient un impact systémique de par leur taille. Si les gérants protestent à l'annonce du potentiel risque systémique présenté par les sociétés de gestion, la raison est simple : les gérants n'ont rien dans leur bilan. Les sociétés de gestion agissent en simples agents et sont ainsi rémunérées sous la forme d'une commission de gestion et non en paiement d'un risque pris sur leur bilan. Par ailleurs, les sociétés de gestion ne sont pas soumises à un effet de levier. Quand les fonds relèvent de la directive UCITS, ils ne présentent aucun risque systémique puisque le levier complémentaire est inférieur à une fois les actifs. Tout AIF dont le niveau de levier est inférieur à 3 devrait être également considéré hors champ. Seuls les fonds à fort effet de levier (les hedge funds) et les gérants disposant de plusieurs centaines de milliards d'encours sous gestion, sont en mesure d'influencer le marché et peuvent présenter une menace systémique. C'est cela qu'il convient d'analyser de façon plus précise.

**Karima Lachgar:** *Pour conclure la table ronde, que pouvons-nous dire du sujet transversal relatif à la taxe sur les transactions financières (FTT) ? Quels sont les points importants à avoir à l'esprit ?*

**Laurence Caron-Habib:** Cette thématique est actuellement en train de resurgir

**Première table ronde : L'actualité législative et réglementaire de la gestion d'actifs : les grands chantiers à venir (OPCVM V, LTIFs, MMFs, MIF2, TTFE, shadow banking, DFA...)**

au sein des discussions parlementaires. Les états membres participant à la procédure de coopération renforcée ont la ferme intention de publier une annonce avant les élections Européennes. Le délai est court et certains mettent en doute la capacité des membres à produire quelque chose dans ce laps de temps. Des informations divergentes ont filtré suite à un meeting informel de l'Ecofin qui s'est tenu début avril. Certaines déclarations font part d'un accord politique et se veulent rassurantes quant à la capacité du Conseil à proposer un texte avant les élections euro-

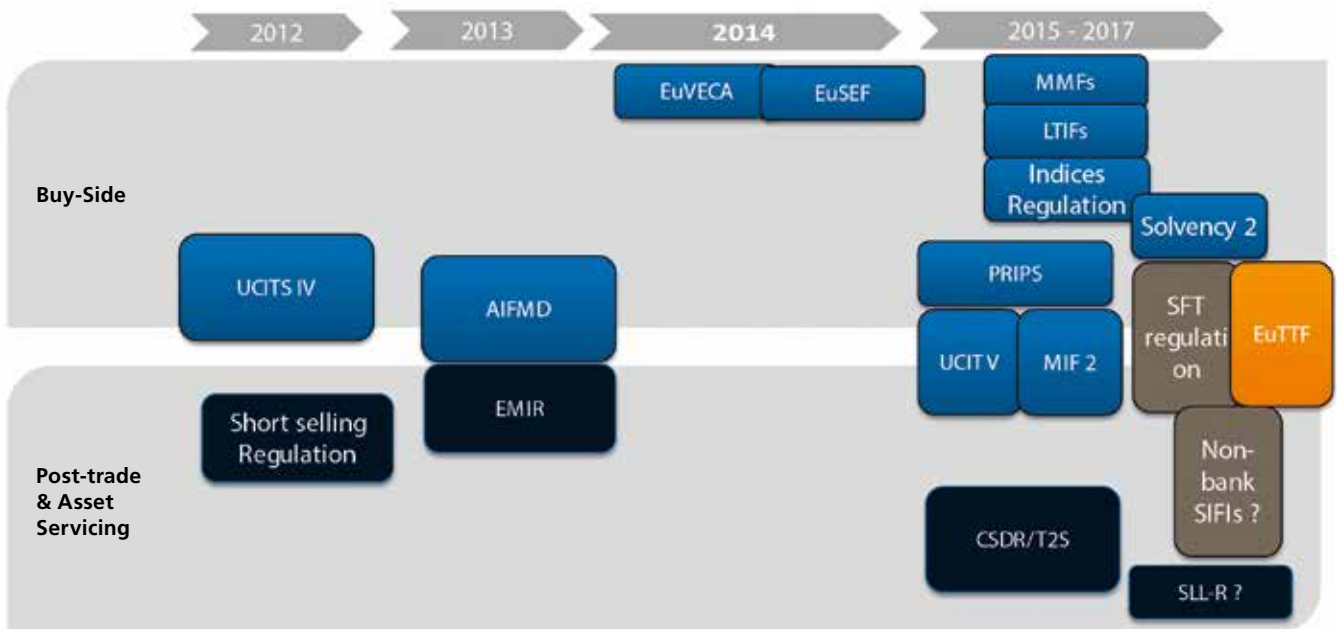
péennes. Seraient concernées les actions et une partie des dérivés. La rumeur fait état d'une entrée en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2015 et inquiète les professionnels. Parallèlement à cela, l'un des ministres de l'Ecofin a nié l'existence d'un accord politique quelconque. Il est néanmoins sûr que la FTT fera l'objet d'une annonce avant les élections Européennes. Quant à savoir s'il s'agira d'un accord politique ou bien de simples déclarations d'intention, il est difficile de le déterminer. De même, aucune information sur le contenu du champ d'application et sur le calendrier de mise en

œuvre n'a été annoncée. L'hypothèse d'une entrée en vigueur en janvier 2015 inquiète lorsqu'elle est mise en perspective avec les problématiques décelées dans l'actuelle proposition de la Commission notamment relative à la collecte de la FTT. Les acteurs espèrent que l'approche restera raisonnable au regard des impacts potentiels identifiés. C'est un sujet majeur pour l'activité de gestion et pour les fonds monétaires dont la survie est remise en question en cas d'application de la FTT. ■

**Électrochoc de la crise et régulation : une prise de conscience collective et concertée touchant plus particulièrement l'industrie de la gestion d'actifs**



**L'agenda législatif et réglementaire en matière de gestion d'actifs et de post-marché/asset servicing (dates actées ou présumées d'entrée en vigueur des textes)**



## Transposition de la législation AIFM : une dynamique partagée des asset servicers

### Carine Echelard

Directeur Général Délégué,

CACEIS BANK FRANCE ET CACEIS FUND  
ADMINISTRATION

Animatrice du groupe Administration  
de fonds de l'AFTI

Le groupe Administration de fonds de l'AFTI travaille depuis plusieurs mois afin de réaliser la Charte de l'Expert Externe en Évaluation.

Le cadre juridique à l'origine de cette charte est l'article 19 de la directive AIFM qui fait référence à la fonction d'évaluation exerçable soit par un expert externe indépendant, soit par le gestionnaire lui-même, sous contrainte d'indépendance entre le gérant et l'expert assurant l'évaluation des actifs. Dans un premier cas, l'expert peut faire partie intégrante de la société de gestion dès lors qu'il n'est pas

le gérant du fond évalué. Cet expert interne peut par ailleurs faire appel à un prestataire technique pour l'aider dans sa tâche. Dans un second cas, le gérant fera directement appel à un expert externe, indépendant de la société de gestion, sans lien capitalistique avec le gestionnaire.

Quatre types d'actifs sont éligibles dans le cadre de cette évaluation : des titres d'entreprises non cotées, les biens immobiliers et forestiers détenus par les fonds, les instruments financiers liquides ou illiquides, ainsi que tous les autres types d'actifs (œuvres d'art, matières premières, etc.). À l'heure actuelle, des experts en évaluation existent déjà, notamment les experts-comptables qui interviennent auprès des entreprises non cotées, les experts immobiliers, ou encore les commissaires-priseurs. Il est possible dans le

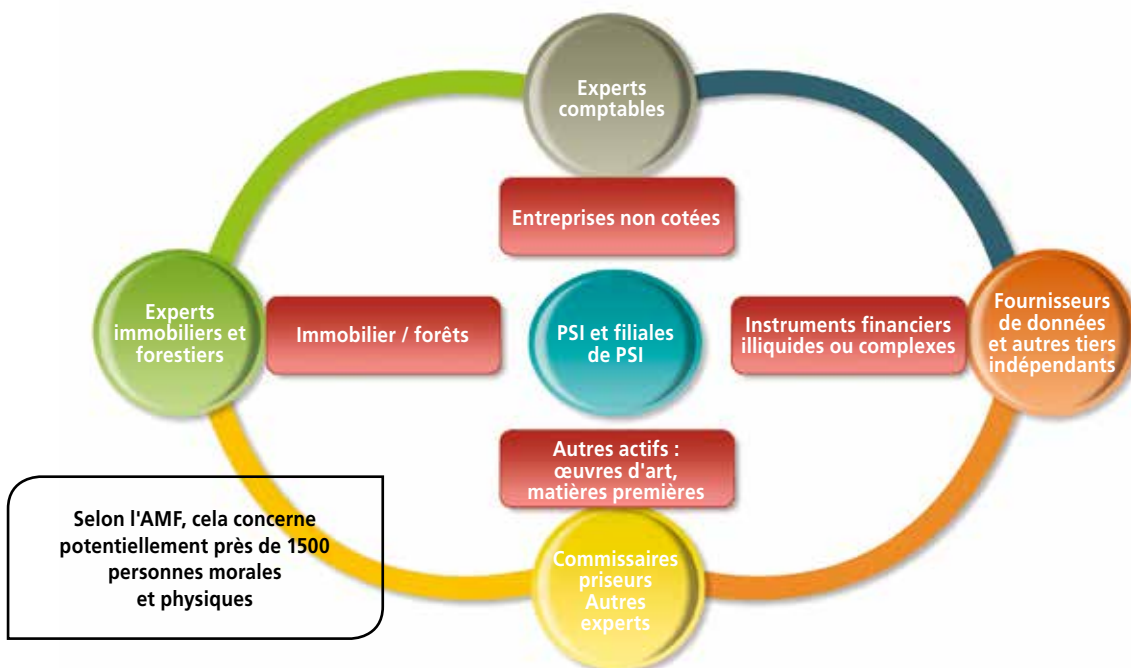
cadre de cette charte d'évaluer tous ces types de produits. Les discussions avec l'AMF fin 2012 ont permis de définir la notion d'expert externe en évaluation ainsi que le régime le régissant. L'expert pourra assurer ses fonctions dans le cadre d'une loi, d'une réglementation ou bien dans le cadre de best practices. Dans tous les cas de figure, il doit apporter des garanties professionnelles. L'option retenue au cours des échanges avec l'AMF et le Trésor en 2012 a été de proposer une charte permettant d'appliquer les best practices sur ce type de fonction. Le prestataire indépendant pourra intervenir sur le calcul des actifs détenus par les fonds, ceux-ci différant du calcul de la NAV. Le gestionnaire qui gère plusieurs FIA sera en mesure de faire appel à un expert interne autre que le gérant, lui-même pouvant avoir recours à des prestataires techniques. Il pourra également s'adresser à

### Cartographie par type d'acteur et par type d'AIF



Utilisez la loupe  
pour zoomer  
dans le visuel

#### Qui est concerné par la mise en œuvre des dispositions d'AIFMD sur l'EEE ?





## Transposition de la législation AIFM: une dynamique partagée des asset servicers

différents experts externes spécialistes dans une nature d'actifs donnés, eux-mêmes pouvant également faire appel à des prestataires techniques pour assurer leur fonction. Ainsi, au sein des OPCV, l'expert immobilier est un expert externe. Concernant le capital-risque, l'évaluation sera a priori réalisée au sein des sociétés de gestion.

Trois types d'impacts ont été identifiés concernant l'indépendance, la responsabilité et l'organisation.

Lorsque l'évaluation est réalisée par le gestionnaire, la séparation entre le gérant de portefeuille et la personne en charge de cette évaluation se doit d'être nette afin d'éviter les conflits d'intérêts et faire en sorte que la politique de rémunération soit véritablement indépendante. Le gestionnaire peut faire appel à un Expert externe en Évaluation, sous réserve qu'ils n'aient pas de liens capitalistes. Dans les deux cas, le régime de responsabilité ne change pas. La société de gestion reste responsable de la valorisation.

Lorsque l'expert est interne, la société de gestion doit s'assurer de l'existence d'une séparation fonctionnelle entre les fonctions de gestion et de valorisation.

Si le gérant sollicite un expert externe, celui-ci peut être le dépositaire du fond. Dans ce cas, ce dernier doit lui-même s'assurer que ses missions en tant que dépositaire ne sont pas reliées hiérarchiquement aux mêmes équipes en charge de l'évaluation. L'indépendance fonctionnelle et une hiérarchie claire sur ces deux fonctions doivent être établies. En termes de régime de responsabilité, le dépositaire est responsable vis-à-vis de la société de gestion de la bonne évaluation des actifs. En revanche, la société de gestion conserve sa responsabilité vis-à-vis des porteurs de parts.

Enfin, en termes d'organisation, le dépositaire devra s'assurer de la présence d'une organisation adéquate permettant d'éviter tout conflit d'intérêts. Si l'expert externe n'est pas dépositaire du fond, seule l'indépendance devra être vérifiée. Par ailleurs, lorsque la société de gestion et le dépositaire font partie d'un même groupe, le dépositaire ne peut être

considéré comme expert externe en raison des liens capitalistiques étroits qui ne sont pas compatibles avec la notion d'indépendance. Le périmètre établi de la charte est large puisqu'il englobe l'ensemble des actifs, qu'il s'agisse d'instruments financiers ou non. Les acteurs concernés sont les PSI et leurs filiales. La charte est un cadre qui donne des règles mais qui ne définit pas la méthode précise d'évaluation à employer, raison pour laquelle le périmètre est élargi. Trois thèmes sont abordés, à savoir la notion de garantie professionnelle (les moyens techniques, humains, financiers et compétences qui doivent être présents), les outils et méthodologies d'évaluation et la gestion des conflits.

Le respect du principe de proportionnalité est l'une des lignes directrices ayant guidé l'élaboration de la Charte. L'expert doit par ailleurs disposer de compétences liées à la nature de l'actif évalué et doit assurer une gouvernance et une organisation qui permettent de vérifier la pérennité du calcul de l'évaluation de ces actifs. Il doit également s'assurer de l'absence de conflit d'intérêts qu'il devra gérer, suivre et reporter s'il se manifeste. Enfin, l'expert sera dans l'obligation de fournir des procédures écrites et la définition des outils utilisés dans le cadre de ses fonctions.

Afin d'être en mesure d'exercer ses fonctions, l'expert est tenu de se référer à une charte professionnelle, qu'il s'agisse de celle proposée par l'AFTI ou bien d'une autre. Il précisera les garanties professionnelles mises en place ainsi que les conditions lui permettant d'assurer la pérennité de ces garanties dans le temps.

Le deuxième point relatif aux moyens humains et techniques concerne leur bonne adéquation avec les exigences de la valorisation. Cela requiert un minimum de descriptifs ainsi que la garantie de sécurité et de continuité d'activité dans l'exercice des fonctions.

En termes d'organisation, le recours à un contrat est préconisé dans le cadre de la relation entre le gestionnaire et son expert. En fonction du type d'actif évalué et de leur diversité, il est envisageable de rédiger un SLA. Les conflits d'intérêts doivent être clairement mentionnés et leurs différents types doivent être recensés et suivis selon les constats. En

termes d'éthique, il s'agit de respecter les principes de confidentialité, d'indépendance, de conduite professionnelle et d'objectivité. Un rapport d'expertise doit être remis au gestionnaire. Les conditions de remise et le contenu doivent être discutés au préalable avec le gestionnaire. La périodicité du reporting peut être différente de celle de la valorisation. Quant aux principes déontologiques, ils sont définis à l'intérieur de l'entité qui assure la valorisation ainsi qu'avec le gestionnaire et les tiers avec lesquels ils sont amenés à travailler. Concernant la maîtrise de l'activité et les contrôles, il convient d'effectuer une analyse des risques qui doit être indépendante de la personne ou de l'équipe en charge de la valorisation. Au-delà du contrôle qui doit être décrit, il est également nécessaire de prouver l'existence d'un plan de contrôle et sa réalisation. En outre, la gestion des incidents est prise en compte à travers le suivi des réclamations client et des plans d'action des incidents afin d'éviter qu'ils ne se reproduisent. Enfin, sur la partie méthodologique, la charte ne précise pas les évaluations possibles selon la nature de l'actif mais indique que les méthodologies d'évaluation doivent être décrites, respectées, contrôlées et pérennes dans le temps. Lorsqu'un expert quitte sa fonction, il s'agit d'être en capacité de vérifier que la pérennité du calcul est bien assurée. Dans la mesure où le contexte est réglementé, il est par ailleurs nécessaire de conserver la piste d'audit de tout ce qui a été fait et d'archiver toutes données justifiant le calcul ayant servi à la valorisation des actifs.

En conclusion, le cadre de cette charte reste très général et permet à différentes typologies d'acteurs de s'y référer. Elle a été discutée avec d'autres associations, telles que l'AFG, l'APFIV et l'ASPIM. Les échanges informels avec l'AMF se sont succédé au cours de l'année 2013 et l'AFTI s'apprête à lui présenter le document abouti. L'AFTI appelle ses membres à appliquer cette charte qui peut être intégrée dans les contrats de tout intervenant désireux de s'y référer. À l'heure actuelle, la majorité des produits traités sont des produits de type OTC pour lesquels nous assurons des fonctions de prestataire technique. ■

## Présentation des travaux AFTI en matière de guides et de bonnes pratiques

### Michèle Besse

Responsable du Contrôle Dépositaire,  
**SOCIÉTÉ GÉNÉRALE SECURITIES SERVICES**

Animatrice du groupe Dépositaire de l'AFTI

### Le nouveau modèle de place de la convention dépositaire

Le premier objectif était de reprendre le modèle de place établi en 2011, de le mettre à jour au regard de la directive AIFMD pour les FIA à vocation générale. Il s'agissait ensuite de le décliner pour le capital investissement et les véhicules immobiliers. Enfin la dernière partie du travail portait sur l'épargne salariale.

Le travail de mise à jour s'est effectué en collaboration avec différentes associations représentant les sociétés de gestion : AFG AFIC et ASPIM. Le groupe de travail était composé principalement de juristes représentant les dépositaires d'une part et les sociétés de gestion d'autre part. Le projet s'est étendu sur une année, aboutissant à un modèle pour la partie FIA à vocation générale. Il s'agit d'un modèle et non d'une norme, sans obligation d'application. Ce modèle s'articule autour de 14 articles. Il permet à une société de gestion d'intégrer l'ensemble de ses FCP, à la fois les OPCVM et les FIA, déposés chez un même dépositaire. Il est possible néanmoins de créer une convention spécifique pour la partie OPCVM et une autre pour la partie FIA. Le modèle relatif aux Sicav sera prochainement réalisé en partenariat avec l'AFG et sera mis à disposition sur le site de l'AFTI.

### Modifications apportées au modèle de 2011

Une refonte des définitions a été réalisée dans la notion de FIA, de tenue de registre des émetteurs et de tenue de registre des actifs appelée TRA (qui remplace la tenue de position). La possible décharge de responsabilité du dépositaire contractuelle pour les FIA avec un sous-conservateur a également été intégrée tout comme le contrôle de notion

de propriété. Un travail important relatif aux parts d'OPCVM de droit étranger enregistrées auprès d'un agent de transfert a été effectué. À ce titre la directive est assez précise : si les parts sont enregistrées au nom du dépositaire/FIA nous sommes en tenue de compte conservation avec une obligation de restitution en cas de défaut pour le dépositaire. En revanche, si elles sont enregistrées au nom directement du FIA, nous sommes en tenue de registre des actifs et seul un contrôle de propriété est réalisé. Cette mise à jour intègre par ailleurs l'obligation pour le dépositaire d'informer la société de gestion s'il estime que la ségrégation des actifs n'est pas suffisante pour garantir la protection contre l'insolvabilité d'un tiers. Il s'agit d'une nouveauté très importante. Enfin le modèle actualisé comprend désormais un article spécifique aux FIA, définissant la responsabilité du dépositaire en cas de perte d'un actif financier, ses possibilités de décharge de responsabilité et les cas d'exclusion de cette responsabilité.

Ce travail a permis d'obtenir un modèle uniforme pour les différentes associations. Il a été présenté et validé par le Conseil d'administration de l'AFTI le 28 février 2014, et présenté à l'AMF le 2 avril.

### Comment se poursuivra ce travail ?

Deux modèles de capital investissement et de fond immobilier restent à établir. Ce travail est actuellement mis de côté puisque nous sommes dans l'attente d'un retour de l'AMF sur l'article 89.3 qui concerne la transparence

des actifs financiers appartenant à une structure financière contrôlée par un FIA. D'après cet article 89.3, il y aurait obligation pour ces titres financiers d'être conservés par le dépositaire et donc potentiellement la nécessité d'ouvrir un compte titre dans le livre du dépositaire. La place a remonté les difficultés qui s'annoncent. Une fois ces deux conventions terminées, l'étape suivante sera de créer un modèle spécifique de place pour l'épargne salariale.

Enfin, un travail a été effectué en partenariat avec les associations pour la mise en place de guides de bonnes pratiques entre la société de gestion et le dépositaire. Le modèle de convention est un document très juridique et nous avons la volonté de créer des modèles à dimension davantage pratique. Ces guides s'apparenteront à des fiches pratiques relatives à un thème. Par exemple, sur le contrôle lié à la propriété des actifs qui est obligatoire pour les dépositaires, les documents qui pourraient être remis par les sociétés de gestion pour chaque actif ont été listés afin de permettre aux dépositaires d'effectuer un contrôle. In fine, ils seront présentés aux différents conseils d'administration des associations de place ainsi qu'à notre autorité de tutelle. Ces guides seront mis à jour en fonction de la réglementation mais aussi en fonction de la vie de la place française. ■

## Seconde table ronde : Transposition de la législation AIFM : Premiers retours d'expérience des professionnels et du régulateur

### Introduction

#### Karima Lachgar

AIFM est un exemple rare, pour ne pas dire unique, de texte d'une part européen, d'autre part contraignant qui réussit deux tours de force. Le premier est d'aboutir à un cadre réglementaire largement inspiré du cadre français, résultat issu des efforts conjoints du Trésor, de l'AMF et de l'industrie. Le second tour de force provient de ce que ce texte propose en théorie autant d'opportunités que de contraintes voire plus d'opportunités si nous nous plaçons du côté des acteurs français. Dans la pratique qu'en est-il ?

Bien que l'AMF n'en fasse pas un sujet de compétition avec ses homologues européens, la France semble bien préparée à cette mise en œuvre. Les dernières informations disponibles sur la base GECO faisaient état de 45 sociétés de gestions agréées AIFM soit car elles sont au-dessus des seuils soit car elles ont souhaité opter pour l'agrément. Les assets servicers français ont pour leur part anticipé en amont la préparation d'AIFM alors que certains de leurs concurrents se posent encore la question de savoir pourquoi ils doivent encore ségréguer les FIAs des autres fonds. Cela ne signifie pas que l'AFTI valide la valeur ajoutée, pour le moins discutable, en termes de protection des avoirs de cette nouvelle obligation de ségrégation, mais nous sommes partis du constat qu'AIFMD était un « package » qui présentait à la fois des avantages et des inconvénients et qu'il fallait donc le mettre en place.

**Xavier Parain, vous êtes Secrétaire Général Adjoint en charge de la direction de la gestion d'actifs à l'AMF. Pouvez-vous nous faire un état des lieux de la transposition d'AIFM ? Des textes, des consultations ou des guides sont-ils encore à prévoir ?**

**Xavier Parain :** Je pense qu'il reste tout simplement des choses à faire et notamment des acteurs à agréer. Un état des lieux succinct montre que 70 sociétés de gestion ont déjà été agréées et on estime que plus de 200 doivent encore passer devant le collège. AIFM est en effet un texte contraignant mais pas tant que ça. Beaucoup de gestionnaires souhaitent être agréés AIFM même si le niveau de leurs encours ne les y oblige pas. On peut citer l'exemple d'une société de gestion gérant seulement 3 millions de FIA mais qui estime qu'AIFM peut représenter une véritable opportunité en terme de passeport et de développement à l'étranger. En outre l'écart par rapport au modèle français n'est pas insurmontable même si le métier de dépositaire sera amené à changer quelque peu. On pense notamment aux aspects concernant les experts en évaluation qui vont amener les organisations à évoluer. Si l'introduction d'AIFM ne s'apparente pas en France à un big-bang, un travail est néanmoins nécessaire afin d'être agréé AIFM. Actuellement, cela constitue d'ailleurs un point de vigilance pour nous en termes de charge de travail. La date butoir étant fixée au 22 juillet 2014, il serait préférable que tous les acteurs soient agréés à cette date-là. En effet à compter du 23 juillet, les acteurs auront toutes les contraintes d'AIFM donc autant réussir son examen de passage et bénéficier de toutes

les opportunités offertes par cette directive.

Ainsi 70 sociétés de gestion sont agréées et 100 ont déjà déposé leur dossier. Nous avons noté une réelle accélération des demandes depuis fin mars et de nombreuses autres sont encore attendues. Nous allons nous mettre en ordre de marche pour que tout le monde puisse être agréé au 22 juillet et cela constitue un enjeu assez fort. Si cette démarche peut être stressante, nous sommes relativement confiants car les 70 premiers dossiers ont aussi permis de clarifier énormément la doctrine. Nous évoquons tout à l'heure, par exemple, l'article 89-3 du règlement AIFM et le travail sur sa définition plus précise avec les acteurs. La difficulté d'AIFM explique pourquoi seuls 70 acteurs sont actuellement agréés. AIFM est un texte où les clarifications sont arrivées très tardivement et certains points n'ont été précisés que récemment. Les 70 premiers dossiers ont permis de stabiliser la doctrine favorisant ainsi une gestion plus rapide et efficace des nouveaux dossiers. Aller plus vite signifie aussi poser assez rapidement les questions plus difficiles et délicates et ne pas perdre de temps sur des questions inutiles sur lesquelles nous estimons que les sociétés de gestion sont déjà à niveau. Nous irons donc directement sur les points comportant une vraie nouveauté, un vrai gap pour les sociétés de gestion. Si nous sommes en train d'agréer beaucoup de sociétés, tous les textes ne sont cependant pas disponibles malgré notre volonté de sortir un maximum d'instructions. On peut toutefois noter que le règlement général de l'AMF, tous les textes de niveau 1 et niveau 2 sont déjà sortis. En outre finaliser les instructions, n'empêche pas de travailler avec les acteurs entre-temps. Les instructions sont arrivées tardivement notamment parce que nous souhaitons les toiletter au maximum en même temps et ne pas faire de la simple transposition. Prenons l'exemple de la transposition de l'article 23 – les informations

## Seconde table ronde : Transposition de la législation AIFM : Premiers retours d'expérience des professionnels et du régulateur

que les sociétés de gestion doivent mettre à disposition des acteurs – : une transposition littérale aurait pu être de faire un copier-coller de la directive puis de laisser les acteurs se débrouiller. Nous avons voulu approfondir la démarche. Ainsi dans le monde industriel qu'est la gestion d'actifs en France, nous avons souhaité modifier le plan-type des OPC de manière à ce que l'article 23 figure dans le plan type et contienne les informations à mettre à la disposition des investisseurs. Tous ces aspects ont requis un travail important de la part de l'AMF, nous avons transposé deux directives en même temps notamment la directive sur les agences de notation. Nous pensons cependant que les acteurs n'auront pas de grandes difficultés pour les appliquer. De nombreux guides et doctrines, là encore pour vous donner le plan de route, seront mis à jour. Ce seront des mesures de coordination pour s'assurer que la doctrine post-AIFM est bien homogène et que tous les textes comportent les bons renvois. Ce processus se fera progressivement d'ici à la fin de l'année et cela ne changera pas la vision de l'AMF sur ce qui est attendu de la part des gestionnaires d'actifs. Aucun changement de doctrine n'est donc prévu et seul des mises à jour seront effectuées. Enfin, le fait que les acteurs utilisent déjà la directive AIFM – malgré que la transposition ne soit pas finie — constitue une bonne nouvelle. La directive AIFM fonctionne, de nombreux acteurs l'utilisent massivement que ça soit le passeport, le « in » ou le « out ». Concernant les premiers reportings simplifiés des sociétés de gestion la date butoir était fixée au 31 janvier 2014. Nous nous voulons rassurants sur ce point, cela fonctionne. Les sociétés de gestion ont massivement réussi à faire leur reportings. On dénombre ainsi plus de 150 sociétés de gestion et plus de 700 fonds ayant produit des reportings. En outre les informations sont globalement correctes dans la grande majorité des cas. Si effectuer le reporting peut paraître difficile du fait de la complexité à agréger les données, dans les faits les acteurs ont réussi à passer ce cap. Le passeport est donc utilisé et le reporting fonctionne. Nous sommes donc confiants dans la réussite de la mise en place de la directive AIFM.

**Karima Lachgar :** *Intéressons-nous maintenant au travail conduit par les dépositaires et les assets servicers dans le cadre de la mise en œuvre d'AIFM. Beaucoup d'analyses, notamment de nos collègues européens, ont souligné les effets d'AIFM en terme de concentration du métier, voire de sortie du secteur d'activité pour certains acteurs considérant que les nouvelles obligations imposées en particulier par l'article 21 et le règlement étaient beaucoup trop lourdes en termes de coûts de mise en conformité. La mise en œuvre même n'a donc pas été une formalité côté français même si nous étions relativement sereins. Jean-François Marchand vous êtes Directeur commercial France chez SGSS, pouvez-vous nous rappeler quels ont été les principaux enjeux de cette mise en conformité ?*

**Jean-François Marchand :** Effectivement nous avons souvent entendu parler du positionnement avant-gardiste de la place française sur l'échiquier européen. Les asset managers alternatifs avaient une légère longueur d'avance en ce sens que dans la très grande majorité des cas, ils avaient déjà évolué avec un acteur dépositaire depuis de nombreuses années. Néanmoins, la directive définit des responsabilités nouvelles pour les dépositaires et elle aura un impact sur les procédures à mettre en œuvre. Sur la fonction dépositaire nous pouvons les rassembler en cinq grands chantiers. Le premier d'entre eux a fait grand débat et concerne la fonction cash monitoring. Celle-ci va se matérialiser principalement sous deux formes. Tout d'abord, il s'agira de suivre les rapprochements bancaires entre la comptabilité et les comptes du FIA. Pour cela il existe deux situations : soit le dépositaire après audit des procédures de la société de gestion considère celles-ci comme sûres et va pouvoir effectuer un contrôle de second niveau de bonne application de ces procédures et de suivi des suspens qui auront été constatés. Soit ce n'est pas le cas et le dépositaire prendra directement à sa charge ces rapprochements bancaires en se mettant en relation avec la société de gestion ou bien directement avec le délégataire comptable utilisé par le gérant pour raccourcir le circuit d'échange d'informa-

tions. Le second point porte sur le contrôle de la justification économique des flux bancaires et pour cela il va y avoir une sélection des flux les plus sensibles. Pour ce faire, une approche par les risques permettant de faire ressortir les flux plus significatifs en termes de montant, de fréquence sera mise en place afin de contrôler selon notre module les flux nécessitant l'attention la plus importante. Un point extrêmement important du cash monitoring suite à la directive AIFMD, un certain nombre de cas vont être logés chez des confrères en dehors des livres du dépositaire. Pour pouvoir constituer le registre des flux bancaires faisant l'objet du cash monitoring, la mise en place de procédures spécifiques est nécessaire selon un format interbancaire standard de type Swift et via des outils de cash management bien connus des banques de réseaux. Le deuxième grand chantier concerne la vérification de propriété des actifs tenus en registre (qui remplace la tenue de position). Concrètement il s'agit de tout ce qui n'est pas valeur mobilière. Pour ces actifs spécifiques, le dépositaire a la responsabilité de vérifier la propriété du FIA sur ces actifs en utilisant des justificatifs qui doivent être établis de source complètement indépendante lors de leur acquisition. Le dépositaire est ensuite tenu de les mettre à jour périodiquement. Un troisième grand chantier concerne la ségrégation des actifs. Afin de garantir l'obligation du dépositaire en termes de restitution, les actifs correspondant au FIA devront être ségrégués dans les livres de nos sous-conservateurs sur les marchés internationaux pour les séparer des autres clients de la banque dépositaire et du compte propre du dépositaire. L'ampleur du projet est considérable et concerne plusieurs centaines de FIA pour lesquels nous devons conduire ce processus de ségrégation. À ce titre, nous avons mis en place un groupe de travail approchant pro-activement les gérants de fonds alternatifs pour programmer la ségrégation au fur et à mesure de l'obtention de leurs agréments. L'enjeu est donc à la fois opérationnel et non neutre puisqu'il s'agit de mettre à jour les coordonnées de règlement/livraison – les SSI – utilisées par la suite afin de garantir le bon dénouement des opérations post-ségrégation. Le dernier chantier évoque la conservation des parts d'OPC, en particu-



## Seconde table ronde : Transposition de la législation AIFM : Premiers retours d'expérience des professionnels et du régulateur

lier la multigestion alternative. La France est d'ailleurs un cas à part puisqu'à l'international tous les fonds sont en registre. Pour ce faire, il va y avoir plusieurs modalités à disposition pour enregistrer les positions des FIA chez les teneurs de registre. La première solution consiste à effectuer l'enregistrement directement au nom du FIA et le dépositaire du FIA n'est pas alors tenu de restituer les actifs. Une autre solution est de faire un enregistrement au nom du dépositaire du FIA pour le compte FIA concerné, auquel cas la restitution des actifs est obligatoire. Ces modalités opérationnelles auront des conséquences importantes puisque dans le second cas, les administrateurs des fonds sous-jacents seront considérés au même titre que les sous-conservateurs. Dès lors des due diligences devront être menées par les équipes de network management afin de vérifier opérationnellement et financièrement la solidité de la relation avec les administrateurs de fonds sous-jacents. Enfin une nouveauté induite par la mise en œuvre d'AIFMD chez les dépositaires est la transparence. Il s'agit de rendre transparents des actifs détenus par des SPV ou des véhicules intermédiaires dont le FIA détient le contrôle. Cette notion est primordiale puisqu'elle est le facteur déclencheur de l'obligation de transparence. Pour ce faire, la Société Générale a donc prévu 5 niveaux de transparence et s'appuie sur la déclaration de contrôle par la société de gestion.

**Karima Lachgar:** *Nous avons abordé les aspects contraignants, Raphaël Remond vous êtes Directeur Général de State Street Banque France. Selon vous, quels sont les axes de développement et les opportunités de cette directive ?*

**Raphaël Remond:** Je vous propose de faire un tour européen rapide des impacts de cette directive : si la France était extrêmement bien préparée à l'arrivée d'AIFMD, d'autres pays comme l'Italie ou l'Irlande étaient également bien avancés. Rappelons qu'un certain nombre de fonds comme le private equity ou le real estate étaient déjà réglementés dans certaines juridictions. En Irlande, chose unique en Europe, le prime broker faisait déjà partie du réseau de sous-conservateurs. Ainsi

d'autres juridictions européennes avaient déjà mis en place des éléments d'AIFMD. En Allemagne, deux caractéristiques peuvent être mises en avant. Le marché du placement privé est aujourd'hui bien développé. Quant aux fonds fermés qui par nature n'étaient pas réglementés, ils seront fortement impactés par la directive AIFMD. L'un des changements majeurs pour l'Allemagne passera par le développement du « depositary light », au détriment du placement privé fortement utilisé jusqu'à présent. Enfin, aux Pays-Bas, les possibilités de placements privés étaient très développées et en définitive peu de fonds étaient réglementés. Ce pays sera donc amené à faire évoluer drastiquement son approche.

En termes d'opportunités, State Street était déjà présent dans la plupart des pays impactés par cette nouvelle directive, à l'exception des Pays-Bas. Nous avons donc pu utiliser notre connaissance multi-européenne du métier, nous assurer que nous disposions d'une homogénéité de vues de ce que représente le rôle de dépositaire et mettre l'ensemble à disposition des acteurs opérant dans un ou plusieurs de ces pays tout en intégrant les évolutions de ce métier.

En outre, beaucoup de fonds – européens ou non – sont traités par des AIFM non européens. À ce titre, le « depositary light » est amené à se développer fortement. Rappelons que la différence entre ce dernier et le dépositaire réside principalement dans le fait qu'un fond soumis au « depositary light » ne bénéficie pas d'une « strict liability » contrairement aux fonds ayant un dépositaire. En conclusion, avec AIFMD, un grand nombre d'acteurs et de fonds qui n'étaient pas réglementés vont le devenir. Leurs réactions seront intéressantes à analyser. Vont-ils vouloir bénéficier de la réglementation ou, au contraire, vont-ils tenter de trouver des moyens de la contourner ?

D'autres éléments comme les reportings ont évolué avec cette nouvelle réglementation. Ainsi toute une problématique autour de la donnée est apparue. En effet, dans le cadre de l'élaboration des nouveaux reportings, de nombreuses données sont nécessaires sans pour autant être à disposition du gestion-

naire. State Street s'est donc positionné sur cet aspect à la fois en tant que fournisseur de données et en tant que producteur de rapports.

**Karima Lachgar:** *Cet éclairage européen nous permet de rebondir sur des préoccupations que partagent certains gestionnaires qui n'étaient jusque-là pas ou peu régulés. Blaise Duault vous êtes Head of Compliance and Public Affairs chez PAI Partners. Pouvez-vous nous citer les éléments les plus impactants pour PAI Partners dans le cadre de votre passage à AIFM ?*

**Blaise Duault:** Nous vivons le passage à AIFM comme une démarche constructive. Notre spécificité en tant que grand fond de private equity est d'utiliser des véhicules fermés dont les investisseurs sont des grands professionnels et institutionnels. Étant une société réglementée depuis des années, nous étions en quelque sorte prédisposés à adopter AIFM. Cette réforme largement inspirée du cadre français n'a donc pas constitué une révolution à nos yeux. La nouveauté résidait en revanche dans l'opportunité de dialogue avec l'AMF nous permettant de faire un point sur l'état de notre organisation. Nous avons alors pris conscience que si l'obtention de l'agrément était importante, la suite l'était d'autant plus. En effet, une fois agréées, les sociétés de gestion sont tenues de rendre compte de leur état de conformité. Avec l'aide d'un consultant externe, trois sujets essentiels ont été identifiés : les problématiques de valorisation, de gestion des risques et de rémunération. Si d'un point de vue organique PAI Partners est une petite structure de 55 employés, notre empreinte sur l'économie est considérable. Cette dernière se chiffre à hauteur de 20 milliards d'euros pour 150 000 salariés. La taille de notre société conditionne la réponse que nous apportons au régulateur et donc l'exercice du principe de proportionnalité. Bien que notre volume d'actifs sous gestion soit considérable, nous nous heurtons à des limites opérationnelles en raison du nombre restreint du personnel interne. D'où l'architecture d'une argumentation axée sur le principe de proportionnalité de

## Seconde table ronde : Transposition de la législation AIFM : Premiers retours d'expérience des professionnels et du régulateur

ces trois aspects. La réponse la plus adaptée aux problématiques de valorisation consistait à pointer la nécessité d'identifier dans l'organisation de la société de gestion la personne la plus indépendante possible des investisseurs. Cette démarche nous a rapidement conduits à désigner le directeur financier pour cette charge. Indépendant du comité d'investissement, celui-ci dispose d'un droit de veto et est en phase avec les investisseurs. Ces derniers peuvent bénéficier d'une valorisation détaillée et argumentée, présentée chaque trimestre dans le cadre d'une commission restreinte. Le droit de regard des investisseurs, le processus de valorisation collégial ainsi que le droit de veto du directeur financier ont semblé-t-il convaincu l'AMF de nous accorder l'agrément. Paradoxalement, en matière de valorisation, les investisseurs accordent une importance légitime à notre devoir de responsabilité. Il leur apparaît bien plus important que leur équipe de gestion puisse rendre des comptes et soit responsable pleinement de sa valorisation plutôt que cette valorisation soit issue d'un tiers totalement indépendant. Le gestionnaire doit prendre la responsabilité de la valorisation. Il en va de même en matière de gestion des risques. PAI Partners a ainsi pris le parti de distinguer deux univers de risques : ceux liés à notre activité d'investisseur et ceux liés à notre activité de société de gestion, hors investissement. Notre système de gouvernance est bicéphale avec un responsable du comité d'investissement et le président de la société. La rémunération était un sujet tabou dans beaucoup de sociétés de gestion françaises. La directive a été l'occasion de remettre à plat de nombreux sujets, le plus difficile étant de démontrer qu'en vertu du principe de proportionnalité, notre caractéristique de fond fermé – tous les collaborateurs ont du carried interest subordonné au versement du nominal majoré d'un intérêt prioritaire de 8 % à nos investisseurs – n'allait pas inciter les gérants à prendre des risques. Le carried interest se déboucle après une durée de 7 ans. Tout le monde subit équitablement les conséquences des performances des investissements. Le principe de proportionnalité apporte de prime abord beaucoup de souplesse mais oblige à être en capacité de démontrer que l'organisation respecte la directive AIFM.

**Karima Lachgar :** *Benoit Durand, vous êtes Global Head of Client Servicing chez Edmond de Rothschild asset management. Vous gérez un spectre de FIA assez différents de ceux gérés par PAI Partners. Pour autant, dans le cadre du dossier de préparation au passage à AIFM, les préoccupations sont-elles les mêmes que celles de PAI Partners ou bien sont-elles différentes ?*

**Benoit Durand :** Le passage à AIFM n'a pas été traumatisant. Être la filiale d'une entité bancaire et avoir été soumis à UCITS IV nous a préparés à ce passage. Notre clientèle et notre type de produits sont très différents de ceux de PAI. Deux fondamentaux nous amènent à nous diriger vers des AIF. Tout d'abord, nous faisons de la multigestion alternative qui n'est pas du private equity, ce qui a un impact sur les méthodes pour l'application des nouvelles obligations liées à la rémunération. Ensuite, nous faisons des fonds dédiés pour des institutionnels qui apprécient nos fonds ouverts et qui réclament certaines spécificités telles qu'être le seul investisseur du véhicule créé pour eux. Il sera ainsi plus compliqué d'acheter des parts des fonds dédiés en support des techniques de rémunération étalées dans le temps pour nos gérants. Il sera donc nécessaire de trouver des mécanismes de réplification de performance. C'est la direction vers laquelle nous nous orientons. Trouver les mécanismes de rémunération a été la principale difficulté rencontrée lors de la mise en œuvre d'AIFM. Du fait de cette complexité, nous avons décidé d'écarter le principe de proportionnalité. D'un point de vue opérationnel, le reporting a été l'élément le plus contraignant à mettre en place. La difficulté ne résidait dans pas le nombre de reportings mais dans leur aspect qualitatif. Dès lors, la problématique ne concerne plus les outils

mais l'organisation à travers l'allocation des ressources et des personnes à une tâche initialement inexistante. Il s'agit par ailleurs de trouver l'outil qui permettra de réaliser ces reportings de la manière la plus rapide et aisée possible pour les contrôleurs de risques. Enfin, le dernier sujet soulevé concernait les fonds propres. La nouveauté provient du fait que le montant calculé sur des risques opérationnels sera immobilisé en fonds propres et engendrera donc un coût en capital.

**Jean-François Marchand :** Je partage tout à fait cette vision sur la partie reporting aux autorités de tutelle sous cet angle-là. Les assets managers nous sollicitent sur ce sujet d'attention dont l'échéance concrète est quasi immédiate. Certains gérants s'équipent de solutions logicielles et les autres externalisent ce reporting réglementaire à des prestataires spécialisés. Une autre solution consiste à recourir aux assets servicers.

**Benoit Durand :** Notre statut de « société de gestion de fonds dédiés » fait de nous des multi-dépositaires. La concentration de données couvrant tous nos fonds ne peut intervenir à travers une solution unique fournie par un seul dépositaire.

**Jean-François Marchand :** Effectivement si le service reporting est perçu comme la résultante du rôle de dépositaire, ce constat est partagé. En revanche, s'il est perçu comme un maillon de la chaîne disposant d'un processus spécifique avec des allers et retours contrôlant l'aspect qualitatif, la vision peut être tout autre. Le terme de dépositaire peut sembler restrictif.

## Seconde table ronde : Transposition de la législation AIFM : Premiers retours d'expérience des professionnels et du régulateur

**Karima Lachgar:** *Xavier Parain selon vous qu'en est-il des principaux sujets passporting ? Quel est l'état des lieux des discussions ? L'ESMA a-t-elle commencé à échanger avec vous dans le cadre de la date clé de 2015 ?*

**Xavier Parain:** Plusieurs choses restent à faire en termes de textes. Aujourd'hui, le cœur d'AIFM est réalisé, seules quelques petites clarifications à établir persistent. Toutefois de grandes échéances se profilent, et notamment l'ouverture du passeport aux pays tiers. On parle beaucoup de la possibilité de commercialiser sans passeport. Néanmoins, la solution la plus efficace pour une société de gestion qui dispose de l'agrément AIFM est d'utiliser le passeport européen. Les travaux concernant l'ouverture du passeport aux pays tiers ont commencé. En termes de commercialisation pour les investisseurs professionnels, il s'agit de préparer l'Europe à la possibilité de recevoir des fonds de pays tiers. Il ne faut pas s'arrêter à l'impression d'absence de réciprocité. Le sujet est complexe et cet enjeu commence à faire surface. Dans les faits, une forme de réciprocité existera puisqu'il nous est demandé d'analyser les problèmes potentiellement rencontrés par les gérants lorsqu'ils vendent leurs produits ou proposent leurs services de gestion aux pays tiers. L'exercice que conduira l'ESMA au cours de cette année et en 2015 comportera une partie chargée d'anticiper les conséquences en matière de

réciprocité de l'ouverture à des pays tiers. Les travaux avec l'AFG ont débuté mais l'AMF souhaite que les professionnels reviennent vers leurs associations professionnelles afin de signaler tout problème auquel ils pourraient être confrontés à l'export. Ceci permettra à l'AMF de répondre à l'ESMA sur la difficulté des gérants européens à exporter leur gestion. Cet exercice doit être réalisé dès maintenant sous forme trimestrielle et il nous est demandé de signaler toutes les difficultés. Il s'agit d'une belle opportunité pour la place de Paris afin de procéder à l'ouverture de la commercialisation des fonds aux pays tiers en Europe tout en ayant bien pesé les difficultés et les opportunités auxquelles les gérants pourraient faire face au moment de distribuer leur gestion en dehors de l'Europe. Cet exercice fait suite à l'exercice de compétitivité souhaité par l'AMF dans AIFM. Il s'agit de soutenir tous les gérants européens dans leur développement.

**Karima Lachgar:** *Blaise Duault, PAI Partners figure parmi les tout premiers acteurs à avoir obtenu l'agrément AIFM. Est-ce le passeport européen qui a guidé votre choix ? D'autres sujets sont-ils entrés en ligne de compte ?*

**Blaise Duault:** Certains sujets ont été déterminants. Nous avons rapidement pris conscience que la directive, initialement perçue comme un obstacle, constituait au contraire un soutien. Au fil des discussions avec les investisseurs, PAI Partners a rapidement pris note du souhait partagé d'une prise de position vis-à-vis du cadre réglementaire décrié. Suite à l'alternance politique, une inquiétude généralisée s'est déployée en France. La stabilité du cadre fiscal français, l'intérêt des fonds pour les belles transactions ainsi que leur capacité à générer de la valeur

ont été largement remis en question, dans un cadre moins favorable au régime du carried interest qu'il ne l'était auparavant. L'étude de coût ne comportait ainsi plus d'avantage compétitif vis-à-vis des autres juridictions. Dans ce contexte de frilosité des investisseurs, il nous est apparu important de rassurer ces derniers quant aux aspects réglementaires. Ces directives ne constituent aucune gêne et sont extrêmement favorables à la profession puisqu'elles génèrent de la stabilité. Étant positionnés sur des fonds fermés dont la durée s'étend entre 10 et 13 ans, il nous est impensable de demander à un investisseur de s'engager si une incertitude persiste sur le cadre qui conditionne la performance de l'investissement et qui peut changer ses espérances de gains. En définitive, il s'agissait d'un souhait à la fois de nos investisseurs et de PAI Partners afin de contrebalancer l'effet négatif de la communication politique de l'époque et le manque d'attractivité de la France.

**Karima Lachgar:** *Benoît Durand, anticipez-vous évolution de produits ? À l'image de ce qui a été fait dans le cadre de UCITS IV, une rationalisation de la gamme est-elle envisagée ?*

**Benoît Durand:** Il est encore tôt pour se prononcer sur cette question. Il s'agit d'un sujet que nous avons à l'esprit. Si cette rationalisation s'opère, elle devrait porter sur des processus crossborder à travers des structures « maîtres-nourriciers » avec des entités d'autres pays. La rationalisation s'observe par ailleurs à travers l'action des assets managers qui tentent de transformer les AIF fonds dédiés en UCITS fonds ouverts. En effet, si les règles de gestion sont les mêmes, transformer le produit en un fond ouvert permet d'éviter les problématiques de reporting. L'obligation des ségrégations d'encours sur les produits à Luxembourg est un autre changement manifeste. Il s'agit de la technique du pooling utilisée dans le cadre des produits domiciliés au Luxembourg. Une obligation réglementaire nous contraint à repenser cette technique sur les véhicules UCITS par rapport aux véhicules AIF. L'impact se situe davantage à ce niveau en plus de la réflexion sur les « maîtres nourriciers » et les fonds dédiés.

## Seconde table ronde : Transposition de la législation AIFM : Premiers retours d'expérience des professionnels et du régulateur

**Karima Lachgar :** *Raphaël Remond et Jean-François Marchand, au regard de cet enchevêtrement de textes, en particulier des impacts très forts d'AIFMD et de UCITS V, comment percevez-vous l'évolution de nos métiers de l'asset servicing à horizon 5-10 ans ?*

**Raphaël Remond :** Ces métiers connaissent une forte évolution. Des nouveaux produits sont offerts et des demandes spécifiques vont émerger. Des développements importants apparaissent autour de la thématique du Big Data qui est un sujet central en termes de gestion, de distribution et de reporting. Il réclame du temps et de la réflexion aux gestionnaires. Par ailleurs, même si chaque élément pris séparément reste gérable, la multitude de réglementations rend la tâche gargantuesque et pose des problèmes opérationnels majeurs.

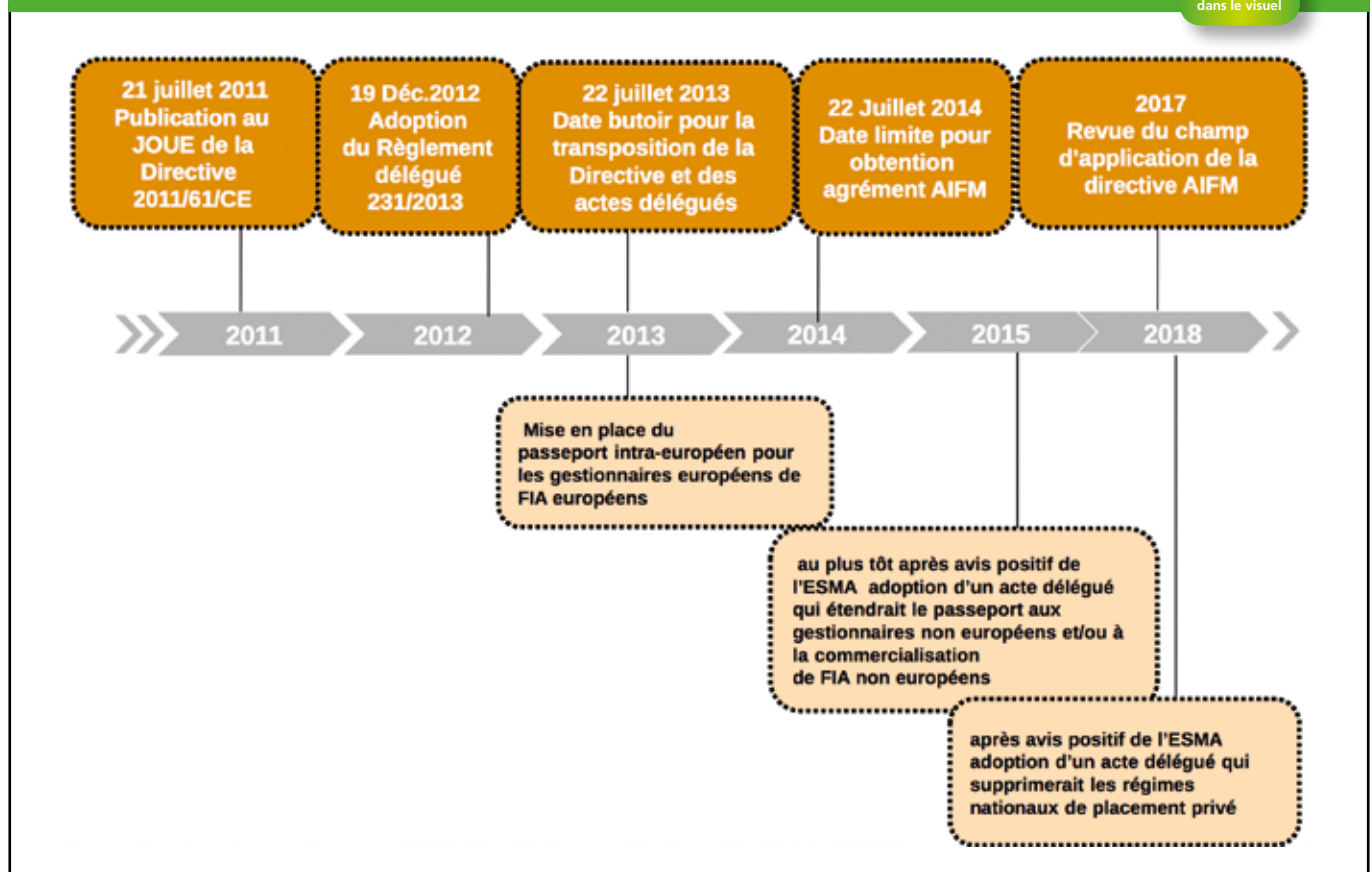
À ce titre, l'externalisation est une voie qui se développe. Les gestionnaires anglo-saxons ont été les premiers à recourir à cette option, face à des demandes de plus en plus fréquentes et élaborées. Les acteurs perçoivent désormais le potentiel de cette solution et une véritable évolution est en marche. Les gestionnaires vont ainsi se séparer de leurs activités « non core » par manque de capacité, par besoin d'optimiser les investissements et pour évoluer vers d'autres métiers. State Street est leader sur ce segment de l'externalisation au niveau mondiale et en Europe. Forts d'une expérience de quinze ans dans ce métier, State Street apparaît comme le partenaire idéal de celui qui souhaite simplifier son modèle opérationnel tout en améliorant sa gestion des données dans un souci de développement de son activité.

**Jean-François Marchand :** L'environnement réglementaire s'uniformise sur l'espace économique européen. Il est nécessaire de se mettre en capacité d'accompagner les gérants souhaitant saisir les opportunités de passeporting et de développement à l'international, à travers la mise en œuvre de solutions similaires sur les différents lieux de domiciliation. Le cadre réglementaire ouvre la voie à l'uniformisation sur un espace géographique défini et, dans un second temps, à une application adaptée afin d'accompagner les assets managers dans la conquête de ces différents espaces à l'aide de solutions aussi uniformes que possible. ■

### La mise en œuvre de la réglementation AIFM Rappel des principales dates- clés



Utilisez la loupe pour zoomer dans le visuel





## Conclusion

### Paul Henri de la Porte du Theil

Président,  
AFG

Cette actualité réglementaire est riche, opulente, débordante, foisonnante, elle a même été parfois envahissante voire étouffante. Mais cette phase de la réglementation est en passe de se terminer. Non pas parce que la Commission et le Parlement vont changer, mais parce que même la Commission actuelle considère que le temps de la réglementation touche à sa fin et que le travail a été effectué avec succès. La vitesse d'exécution de ce travail ainsi que la qualité du résultat final suscitent cependant quelques interrogations. La prochaine Commission, on l'imagine, s'attachera à regarder la cohérence de ce qui a été fait, son efficacité, et essaiera de poursuivre sur des solutions qui aideront à la croissance puisque c'est de cela dont l'Europe a essentiellement besoin.

Outre les détails réglementaires, la gestion française est confrontée à de grandes questions.

La première d'entre elles est l'assèchement de l'épargne financière longue à risque sur laquelle travaille la gestion. C'est un phénomène propre à la France. L'année 2013 a été symptomatique de ce point de vue-là. La France a été le seul pays où, toutes catégories d'OPCVM confondues, la collecte de ce type d'épargne a été négative. Même l'Italie, qui est un pays auquel la France se compare souvent, a progressé et constaté une collecte positive de 65 milliards sur ses OPCVM en 2013. Si la France est le seul état européen à se retrouver dans ce cas de figure, c'est principalement en raison de l'absence de collecte des institutionnels. Les caisses de retraites ne

travaillent que sur de la retraite par répartition dont les déficits impactent par définition les excédents. Par ailleurs, comme la France ne dispose pas de fonds de pension, il n'y a pas cet autre élément venant soutenir la gestion comme c'est le cas dans les pays d'Europe du Nord ou Anglo-Saxons. Du côté des particuliers là aussi on assiste à une collecte négative et à un comportement averse au risque vis-à-vis de l'épargne financière. Parallèlement à cela, la fiscalité va à l'encontre d'une logique d'incitation vers une épargne à risque nécessaire au financement de l'économie, aux entreprises et in fine à la création d'emplois. Fin 2013, des mesures ont été annoncées et semblent aller dans le bon sens. Ainsi, le PEA PME incite le développement de l'épargne en actions arrivant directement aux entreprises. Malgré cela, la cohérence des incitations fiscales n'est pas au rendez-vous. Et là encore, la France est le seul pays d'Europe où les incitations à l'épargne ne sont pas cohérentes entre elles. Cette fiscalité devrait être revue mais il s'agit d'un exercice compliqué. La conséquence est une nécessité pour les sociétés de gestion de trouver des fonds à l'international et donc de développer, de gré ou de force, une politique d'internationalisation de leur activité. L'image des sociétés de gestion françaises, et en particulier des sociétés de gestion entrepreneuriales – les « French Boutiques » – s'est fortement améliorée au cours des dernières années. Dans un contexte de concurrence internationale extrêmement élevée et nécessitant un degré d'excellence et d'amélioration permanent, ces succès sont encourageants. Cependant, toutes ne réussiront pas leur transition à l'international ce qui pourra conduire à une accélération du phénomène

de restructuration de l'industrie. Autre conséquence, les sociétés de gestion bénéficiant de la croissance de leur clientèle internationale voient leur centre de gravité se déplacer. Ainsi certaines d'entre elles envisagent de s'établir dans d'autres pays.

La deuxième évolution constatée concerne la structure du financement de l'économie et ses conséquences sur le rôle et l'organisation des sociétés de gestion. Sous l'effet des contraintes de Bâle III, la part des banques dans le financement de l'économie va structurellement diminuer. Dans cette phase caractérisée par une économie atone, ce phénomène ne se voit pas encore beaucoup. En revanche, cette évolution est bénéfique pour l'industrie de la gestion dans la mesure où l'appel plus grand au marché et à l'intermédiation du marché va nécessiter de la part des sociétés de gestion une réflexion et une évolution en termes d'offre produits. Il faut trouver des produits qui aillent plus facilement de l'investisseur et de l'épargnant vers l'entreprise, l'infrastructure et les grands projets. Les produits actuels ne le permettent pas toujours. Le problème de liquidité devra être adressé et des produits sans doute moins liquides devront être trouvés. La Commission a commencé à y songer avec des réflexions sur les produits LTIFs. Des outils sont également à déterminer. Les questions de titrisation et de fond de loans sont des formes qui commencent à se déve-

## Conclusion

lopper. Néanmoins, ce ne sera pas le bouleversement que certains décrivent. Les montants nécessaires ne vont être qu'en croissance progressive mais ils représenteront tout de même des dizaines de milliards et constitueront un véritable défi pour des sociétés de gestion amenées à trouver les outils appropriés. La réglementation a un peu évolué, des changements dans la réglementation des assurances sont apparus en août 2013, et il y a eu des évolutions sur la titrisation. L'AFG travaille sur ces questions et va créer une commission sur ce sujet. D'autres types d'exemples montrent que le marché s'apprête à prendre le relais. Le PEA PME est un moyen qui crée un cercle vertueux. Il ne s'agit pas simplement d'un produit qui va apporter quelques milliards de collecte, c'est également un moyen d'inciter les entreprises à revenir vers le marché et d'obliger les acteurs de marché à trouver des solutions moins chères, plus souples, plus efficaces. Les sociétés non cotées qui s'aperçoivent que le PEA PME ne comprend que des titres cotés vont peut-être être incitées davantage à entrer en bourse. C'est un aspect vertueux dans la cotation des entreprises et une sortie bien meilleure pour tout le private equity. Ces mesures semblent donc aller dans le bon sens et être favorables aux acteurs du métier de la gestion.

Une dernière évolution concerne la problématique de la distribution autour de MIF 2 dans sa partie commerciale, avec la suppression des rétrocessions sauf pour le conseil non indépendant. Cette digue ne tiendra pas. Et ceux qui imaginent s'en sortir en appelant non indépendants des distributeurs, des agents ou des guichetiers se trompent. La volonté et le sens d'un certain nombre de dirigeants en Europe est bien de supprimer les rétrocessions. Aussi, lutter pour obtenir une mise en place progressive est nécessaire pour assurer la transition, mais il faut imaginer que l'on aura à mettre en place de nouveaux schémas de distribution, dans un contexte d'absence de distribution puisque l'épargne longue et à risque ne se distribue plus. Dès lors, réinventer le modèle de distribution de produits actions et des produits longs à risque en trouvant de nouveaux schémas, des arguments et un marketing appropriés, s'avère indispensable. Il s'agit de faire de cette contrainte une opportunité. C'est à ces conditions qu'apparaîtront les ponts entre un présent difficile et contraint, et un avenir favorable aux métiers de la gestion.

À moyen et long terme les métiers de la gestion restent extrêmement porteurs pour deux raisons essentielles. La première réside

dans le retraitement prochain de la problématique des retraites par de la capitalisation sous forme additionnelle. Or la gestion est parfaitement positionnée pour gérer cette épargne à long terme. La deuxième raison a trait à l'effet de richesse qui augmente partout dans le monde. Les personnes ayant accumulé de l'argent ont besoin qu'il soit géré de façon intelligente. Le monde étant de plus en plus complexe et difficile, le conseil pour gérer cette épargne sera de plus en plus nécessaire.

Là encore la gestion trouvera toute sa place dans ce conseil à donner. Ainsi à moyen et long terme, de réelles perspectives de développement existent pour le marché de la gestion. Celui-ci devrait en effet bénéficier d'une forte progression. ■

**Spécial Amphi**

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 48Directeur de Publication : Marcel Roncin  
Rédacteur en chef : Marcel Roncin  
Comité de rédaction : Aurexia  
Réalisation : Café NoirLes supports de présentation  
sont disponibles  
pour les membres de l'AFTI  
sur le site Internet de l'association :  
**www.afti.asso.fr**

ISSN en cours