

Sommaire

Éditorial

Marcel RONCIN, Président de l'AFTI

État des lieux des réflexions du Comité de Place Paris 2020

Sébastien RASPILLER, Sous-Directeur Financement des Entreprises et marchés financiers, Direction Générale du Trésor

Table ronde

AIFMD : vitesse de croisière atteinte ?

Animateur :

Bertrand GIBEAU, Associé, Reinhold & Partners

Intervenants :

• Jean DEVAMBEZ, Head of Products & Client Solutions, BNP Paribas Securities Services

• Anne DELAMARCHE-SHADID, Directeur Général, Permal Group

• Bertrand MERVEILLE, Head of Compliance, Financière de l'Échiquier

• Xavier PARAIN, secrétaire Général Adjoint, Autorité des Marchés Financiers

• Stéphanie SAINT-PÉ, Directrice des affaires juridiques et fiscales, ASPIM

Table ronde

Nouvelles réglementations européennes, Union des Marchés de Capitaux et financement de l'économie...

Quel rôle pour la gestion d'actifs ?

Animateur :

Karima LACHGAR, Délégué Général, AFTI

Intervenants :

• Éric DÉROBERT, Directeur de la Communication et des Affaires Publiques, CACEIS. Vice-Président de l'AFTI

• Éric WOHLBER, Directeur général, BlackRock

• Julien JARDELLOT, Policy officer, Commission européenne

• France VASSAUX-D'AZÉMAR DE FABRÈGUES, Directrice des affaires juridiques et fiscales, AFIC

• Benoît SAUVAGE, Senior Adviser - Financial Markets Regulation, The Luxembourg, Bankers' Association (ABBL)

Conclusion

Paul-Henri de LA PORTE DU THEIL, Président, AFG

L'industrie de la gestion d'actifs à l'heure de l'Union des Marchés de Capitaux

En partenariat avec



Éditorial

La recherche de la croissance est désormais l'objectif central de la Commission européenne, après une longue période de réglementations certes nécessaires mais décidées dans l'urgence et dont il faut maintenant dresser l'inventaire, corriger les imperfections, et achever la publication.

Plusieurs textes majeurs touchant les asset managers ont été publiés comme MIFID 2/MIFIR, adoptés tels UCITS V et CSDR, ou encore entrés en vigueur comme AIFMD durant cette période.

À tous égards, l'industrie financière sortira transformée de cette période exceptionnelle. Ses modèles économiques et opérationnels connaissent déjà ou connaîtront des évolutions, certes plus ou moins sensibles selon les secteurs, mais personne ne sera épargné, si l'on tient compte des réglementations prudentielles décidées par ailleurs vis à vis du secteur bancaire, ou des obligations nouvelles, plurielles et, semble-t-il, inépuisables de reporting fiscal.

Cette recherche de la croissance est incarnée par le lancement du projet de Capital Market Union.

Projet majeur, emblématique de la politique que le nouvel exécutif européen entend conduire, la CMU a aussitôt provoqué un intérêt marqué parmi les différents acteurs de la vie économique et financière.

Le Président de l'Autorité des Marchés Financiers a ainsi souhaité entendre les associations professionnelles de la Place sur ce sujet. Nous avons pour notre part créé un groupe de travail transversal où toutes les bonnes volontés seront bien

accueillies.

La position de l'AFTI sur ce dossier majeur peut être résumée ainsi :

Avant tout, nous saluons cette initiative de la Commission européenne comme étant une contribution au développement de la croissance ainsi qu'à l'achèvement du marché financier européen.

Dans ce contexte, nous pensons qu'il faut mettre en cohérence le cadre législatif hérité de la précédente Commission, compte tenu des textes pris dans l'urgence de la crise.

En second lieu, des travaux restent à achever, tels la définition du plan de recovery résolution pour les CCP et les CSD, le collatéral, l'identification des actionnaires, le droit de la faillite...

A contrario, nous considérons qu'il n'y a pas lieu de traiter de l'harmonisation du droit des titres au niveau européen. Ce sujet est sur la table depuis quasiment vingt ans, et aucun progrès n'a été enregistré. D'autres voies devront être explorées.

Par ailleurs nous souhaitons que certaines règles de supervision soient améliorées.

Enfin nous plaidons pour la promotion de pratiques françaises, tels le vote par correspondance électronique pré AG (VOTACCESS), le Titre au porteur identifiable, et le nominatif, qui sont des vecteurs utiles pour l'amélioration de l'information des sociétés émettrices. ■

Marcel Roncin
Président de l'AFTI

État des lieux des réflexions
du Comité de Place Paris 2020**Sébastien Raspiller***Sous-Directeur Financement des Entreprises
et marchés financiers,***DIRECTION GÉNÉRALE DU TRÉSOR**

Bonjour à toutes et à tous,

Merci à l'AFTI, merci à vous Monsieur le Président de cette invitation pour parler du Comité Place de Paris 2020.

Mon intervention se situera dans le cadre plus général de la Capital Market Union, initiative lancée par le Président Juncker. Peut-être quelques éléments de contexte pour commencer. Il y a deux éléments importants :

L'un concerne la situation économique dans un contexte peu banal : des taux d'intérêt négatifs, qui ont des conséquences économiques directes et visibles. Je pense notamment à la valorisation des actions européennes, ce qui peut avoir un impact en termes de choix de gestion d'actifs. Cela provoque aussi quelques réactions, je pense au régulateur macroprudentiel avec quelques inquiétudes notamment s'agissant de la gestion d'actifs, qui apparaît dans le radar concernant d'éventuels risques systémiques et de liquidité attachés.

La gestion d'actifs est de plus en plus au centre des attentions, d'une part de manière positive en termes de canal de transmission des politiques qui seraient choisies en faveur de la croissance, de l'autre du fait d'un poids de plus en plus important des transformations que connaît le système financier, de l'accroissement des volumes sous gestion, et d'un regard de la part de régulateurs et de superviseurs sur ces sujets.

Pour conclure ce point de façon positive, on peut observer une amélioration générale des métiers de la gestion d'actifs et de son importance globale.

Deuxième point, et vous l'avez dit président, il y a effectivement, pour nous sur le plan institutionnel, un changement avec la Commission dite « de la dernière chance » lancée et présidée par Jean-Claude Juncker qui, dès son

discours devant le Parlement pour obtenir la validation de sa nomination a lancé l'idée de cette initiative d'Union des Marchés de Capitaux.

Par ailleurs un choix de commissaires tel Lord Jonathan Hill, Commissaire aux services financiers qui sera le pilote de cette initiative.

Dans ce cadre institutionnel, le poids de la France dans l'institution s'affaiblit et je pense notamment au Parlement européen où les élections ont conduit à un résultat où la France a moins de relais qu'auparavant et de manière corollaire des pays qui deviennent incontournables, comme la Pologne, qui a un poids assez considérable, un marché financier qui émerge et une qualité de compétences tout à fait intéressante.

Voilà pour le contexte.

L'autre facteur qui change, et là aussi je vous rejoins c'est le nouvel agenda réglementaire européen et le changement de Commission. On passe d'un agenda de réponse dans l'urgence à une crise économique et financière, réponse qui s'est traduite par un accroissement de textes, à un agenda qui se veut plus positif.

Nous verrons à l'usage s'il l'est effectivement, parce qu'il existe quelques vieux réflexes et facilités qui consistent à écrire quelque chose pour dire que cela est positif. Mon sentiment sur certains aspects c'est que parfois ce qui est positif pour tout le monde c'est de ne rien écrire.

En tout cas, ce qui est clair c'est que l'Europe est à la fin d'un cycle d'initiatives réglementaires post-crise. De nouvelles initiatives, listées très rapidement : AIFM vous allez en parler longuement, OPCVM V évidemment, mais je pense aussi aux agences de notation qui peuvent vous impacter aussi, MIF 2 évidemment, Solvabilité II, CRD IV. Vous avez évoqué les travaux de conformité, ils sont massifs, nous en sommes conscients, à l'avenir il faudrait que tout le monde en soit plus

conscient en les prenant en compte dans la réglementation.

Si nous voulons le voir de manière positive, AIFM a pu être une véritable opportunité pour le développement de certaines sociétés de gestion. C'est une initiative structurante et ambitieuse à plus d'un titre pour la gestion d'actifs française. Cela a permis une refonte et une clarification profonde de la gamme des fonds, avec un label AIFM qui est connu et reconnu comme un label de qualité.

Un point structurant concerne les passeports. Le marché européen est très ouvert et nous ne remettons pas cela en cause. Ce que nous voulons c'est que les acteurs européens pour lesquels l'Europe est évidemment le camp de base puissent avoir un accès au marché américain, ce qui n'est pas forcément le cas. Nous avons donc un vrai sujet et je pense que l'importance de ce point ressort aussi dans le cadre de l'Union des Marchés de Capitaux.

Que souhaite-t-on ? Soit on souhaite ouvrir l'Europe sans aucune équivalence pour permettre aux acteurs de se développer, soit on souhaite entrer dans un sujet notamment « transatlantique » où l'on essaie d'être davantage « à armes égales ». Ce n'est certainement pas évident mais nous devons essayer d'y parvenir.

Enfin peut-être du côté de la régulation « ancien paquet », des initiatives se sont voulues positives, comme les labels, notamment EuVECA et EuSEF qui sont pour l'instant un échec... Cela sera sans doute un des points liés à l'Union des Marchés de Capitaux.

Nous verrons qu'il existe un enjeu collectif à ce que ce ne soit pas le cas avec les ELTIF et que nous aurons, malgré les critiques qu'on peut apporter au règlement, un actif qui ne soit pas purement immobilier. Essayons de montrer que ce sont des initiatives qui sur le fond méritent d'être saluées. Le marché dira si cela est bien ou non.

L'Union des Marchés de Capitaux est vue d'un

État des lieux des réflexions du Comité de Place Paris 2020

côté positif en France, ce qui n'est pas forcément le cas pour d'autres pays. Cela est porteur d'opportunités mais aussi évidemment, de menaces.

Quoi qu'il en soit, nous soutenons pleinement le fait de se tourner vers un agenda positif, orienté vers la croissance et le financement de l'économie. C'est une articulation à bien traiter avec la fin du paquet Barnier, puisque, comme vous l'avez indiqué, quelques textes sont en cours, je pense par exemple aux fonds monétaires. C'est une initiative qui concerne 19 pays, que tout le monde a en tête et qui peut être difficile à mettre totalement en ligne avec l'initiative d'Union des Marchés de Capitaux.

La CMU, c'est un projet qui fait l'objet d'une consultation sur la base d'un Livre vert, travail d'orfèvre en matière de travail bruxellois, dans une période où une élection doit avoir lieu demain dans un pays qui a quelques intérêts en matière financière et qui peut entraîner des conséquences non négligeables dans ce secteur en fonction du résultat. La prudence est tout à fait légitime de la part de la Commission, mais en même temps le Livre vert évoque tous les sujets, certains de manière très prudente. Il n'y a pas de hiérarchisation mais ce n'est pas l'objet du Livre vert, ce sera plutôt l'objet des réponses à la consultation lancée par la Commission. C'est à ce moment-là qu'il sera important de peser effectivement sur l'élaboration du plan d'action, entre mi-mai et l'été, et que la hiérarchisation des projets pourra apparaître.

À très court terme, je crois que les initiatives qui ont été mises en avant par la Commission sont tout à fait consensuelles dans leurs principes : titrisation, révision de la directive prospectus. Cela peut durer un certain temps, nous connaissons le timing des prises de décisions dans le cadre Conseil, Parlement et Trilogue sur des projets de textes. Évidemment, la titrisation est assez fondamentale, mais la mise en place concrète d'un marché de titrisation est un travail de longue haleine. Il faut y voir une initiative de court terme en se disant qu'il vaut mieux commencer dès à présent pour que cela puisse arriver le plus tôt possible, même si ce n'est pas tout de suite.

Là-dessus nous pensons que la France a un rôle à jouer. Le Royaume-Uni est évidemment favorable à cette initiative, car, bien menée elle leur sera favorable. Ce n'est pas une raison de penser qu'elle doit être forcément défavorable pour tout le reste, certains petits pays s'inquiètent car ils ont peur que leur marché financier disparaisse. Il est clair qu'en supprimant des barrières on facilite encore plus les mouvements, donc si on le voit de manière défensive cela peut être préoccupant. En même temps nous avons le sentiment qu'il y aura toujours un espace pour un financement par le marché avec une certaine proximité. Je ne parle pas de place locale ni même régionale mais il peut y avoir quelques Places nationales. Aux États-Unis tout n'est pas concentré à New York ni au NASDAQ.

Donc une vigilance et en même temps le souhait de jouer le jeu, c'est sans doute comme cela que l'on peut peser le plus. Dans ce cas la gestion d'actifs aura sans doute beaucoup à jouer, c'est une de nos forces reconnues, une capacité d'excellence technique et donc aussi un apporteur de solutions pour nous aider dans les discussions européennes.

Concernant la titrisation, il me semble que les gestionnaires d'actifs peuvent apporter une expertise appréciable qui permettra d'enrichir le débat.

Ce cadre européen est très intéressant pour nous et comme je l'ai indiqué nous l'avions quelque peu anticipé avec du côté français la mise en place il y a un an du Comité de Place Paris 2020.

Le Comité de Place Paris 2020 est la réunion d'acteurs de la Place de Paris sous la présidence du Ministre des Finances et des Comptes Publics. L'idée de ce comité nous paraît importante côté Trésor. Elle permet de montrer que le niveau politique a conscience du fait que la Place de Paris est un atout pour l'économie française et que l'accent est mis par le gouvernement sur le financement de l'économie au moment où les contraintes réglementaires qui pèsent lourdement sur les banques ne leur permettent plus autant qu'avant de financer les entreprises.

Quand on regarde les chiffres au niveau Européen, il est clair que nous sommes en

avance sur tous les pays sauf le Royaume-Uni, en termes d'utilisation par les entreprises des marchés financiers.

C'est bien dans ce cadre-là que le comité de Place Paris 2020 a été lancé. C'est une initiative qui se veut par ailleurs large, qui inclut fortement les émetteurs.

Une traduction très concrète permet de valider cette approche, c'est le placement privé. La Place de Paris a été capable de réunir autour de la table les émetteurs, les intermédiaires, les investisseurs pour se mettre d'accord sur une charte structurante et prenant en compte les intérêts des différents partenaires. Les Anglais sont assez admiratifs, je crois qu'il faut s'en féliciter. Ils essaient de répliquer cette initiative avec une puissance de feu qui est assez importante et que nous nous efforçons de canaliser en faveur de l'Europe dans son ensemble. Je crois là aussi que c'est un exemple de ce qu'il faut faire pour Capital Market Union.

De manière plus générale en termes de stratégie, la Place de Paris a fait le choix de jouer le jeu, de dire qu'il faut une dimension européenne plus importante sans que cela soit au détriment de nos spécificités, ni de notre droit continental auquel les émetteurs et les investisseurs peuvent être attachés.

Quelques mots sur les travaux du Comité de Place Paris 2020. Il y aura une réunion à l'été, qui sera assez fondamentale dans l'orientation et la poursuite des travaux qui seront menés dans ce cadre.

Je n'entrerai pas dans tous les sujets, certains ne sont pas encore décidés et seront assez structurants. Je signalerai simplement notre prise de conscience au niveau réglementaire, sur une sédimentation due aux nombreux textes produits qui rend nécessaire d'en faire le toilettage. Cela nous prend un temps considérable. J'espère que l'on transmettra cela aux générations futures au Trésor.

Je pense notamment à un exercice indispensable que nous menons, qui va être extrêmement lourd, c'est la transposition de la directive MIF II. Nous devrions toucher 200 ou 300 articles législatifs, nous éviterons avec cela par

État des lieux des réflexions du Comité de Place Paris 2020

la suite et pour longtemps, tout problème de mauvaise articulation du fait de choix purement français alors même que tous les autres pays de l'Union Européenne ont fait d'autres choix. Dans les textes européens qui se succèdent, nous avons à chaque fois au niveau français un travail de découpage fin.

Le travail qui s'annonce va être titanesque, je remercie l'AMF de nous y aider.

De manière plus générale, nous essayons d'enlever les grains de sable, parfois ce sont davantage que des grains de sable, ce sont plutôt d'énormes cailloux.

N'hésitez pas à nous signaler ce type de grains de sable, ce type de cailloux.

Sur les mesures anti-blanchiment, il ne faut pas nourrir trop d'espoir. Naturellement, il y a beaucoup de sujets en la matière, positifs et concrets. Je pense, par exemple, aux sociétés de libre partenariat qui sont en cours de création via la loi pour la croissance et l'activité, de nombreux investisseurs étrangers s'y intéressent et demandent la date de sortie de cette loi. Il existe une réelle attente. Nous nous félicitons de pouvoir répondre à ce type de demande bien argumentée, bien fondée et correspondant à un réel besoin.

Pour terminer, quelques pistes pour l'avenir sur la gestion. Le label UCITS a été accaparé par les fonds luxembourgeois. Nous avons une localisation des fonds qui est ce qu'elle est, il sera compliqué pour nous d'imaginer pouvoir prendre des mesures positives dans cette bataille. En revanche, ce qui nous paraît important, c'est que les équipes de gestion, leur excellence, l'école de gestion française demeurent voire se renforcent. Dans ce cadre, le fait qu'il y ait une projection internationale est évidemment quelque chose d'important. L'Asie est sans doute une destination où la gestion française peut être reconnue et appréciée.

La France peut-elle être en compétition sur tous les sujets, sans doute pas mais, elle peut l'être sur des sujets de spécialisation. Certains changements de culture sont sans doute nécessaires, et certains axes pourraient faire l'objet de soutiens tels le capital investissement, la gestion collective, la retraite...

Au final, mon message est le suivant: nous nous efforçons de ne pas être naïfs, nous nous efforçons de porter nos convictions dans un cadre européen et pas seulement gaulois et en même temps nous avons à cœur et en tête l'intérêt de notre place parce que c'est l'intérêt de notre économie.

Merci. ■

Table ronde AIFMD : vitesse de croisière atteinte ?

Animateur :

Bertrand Gibeau

Associé,
REINHOLD & PARTNERS

Intervenants :

• Jean Devambe

Head of Products & Client Solutions,
BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES

• Anne Delamarche-Shadid

Directeur Général,
PERMAL GROUP

• Bertrand Merveille

Head of Compliance,
FINANCIÈRE DE L'ÉCHIQUIER

• Xavier Parain

Secrétaire Général Adjoint,
AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

• Stéphanie Saint-Pé

Directrice des affaires juridiques et fiscales,
ASPIM

Bertrand Gibeau

Merci à l'AFTI de m'avoir permis d'animer cette table ronde sur AIFM, j'en suis très heureux pour plusieurs raisons, déjà, nous allons parler de gestion alternative et il y a encore peu de temps en France il y avait deux mots qui étaient complètement bannis du vocabulaire : gestion alternative, nous étions alors obligés d'utiliser des subterfuges tels que « gestion innovante » pour pouvoir en parler, l'autre étant « monétaire dynamique » mais celui-ci n'est pas revenu en grâce...

Je suis très heureux aussi parce qu'en lisant récemment la presse et certaines études, j'ai vu que plus de 52 % des investisseurs internationaux souhaitaient augmenter la part de la gestion alternative dans leurs portefeuilles. J'ai même lu que plus de 56 % des Français, et cela m'a étonné, souhaitaient eux aussi augmenter la part d'investissement alternatif : ¼ de plus de 5 % et même 14 % comptaient augmenter cette part jusqu'à 20 %. Nos investisseurs reconnaissent cette gestion alternative et je prends donc plaisir à en parler.

Enfin je suis très content parce que la France a été à la base, à la création de cette directive AIFM. Dès son entrée en vigueur en août 2013, la presse anglo-saxonne titrait sur les agréments AIFM « France 13 – Luxembourg 0 ». Ce n'est pas un score de football, je confirme que c'est bien le nombre d'agréments. C'est un article qui est paru dans la partie fonds du Financial Times qui mettait en avant le fait que dès août 2013, le régulateur français avait déjà agréé 13 sociétés de gestion AIFM là où le Luxembourg n'en avait agréé aucun, le FCA avait agréé 4 sociétés et la Banque Centrale d'Irlande uniquement 2.

Vous remarquerez que la presse anglo-saxonne n'a pas titré « France 13 – Luxembourg 0 – Irlande 2 et UK 4 », elle participe activement au lobbying des Anglais. En plus dans cet article on disait justement que le régulateur français était « business minded », qu'il allait aussi loin que possible dans les considérations sur la politique de rémunération pour être le plus possible dans le principe de proportionnalité et qu'en France il fallait deux mois pour créer une société de gestion AIFM, là où même le FCA expliquait que six mois était un minimum. Pour créer un certain nombre de sociétés de gestion aujourd'hui à Londres, je pense qu'il faut compter 9 mois.

Je suis très heureux puisque si les investisseurs veulent investir, si les sociétés de gestion françaises peuvent être agréées aussi facilement, il n'y a pas de raison que le marché français des AIFM ne puisse pas décoller.

Cela fait quasiment deux ans que cette directive est entrée en vigueur.

J'ai envie de commencer par donner la parole à Xavier Parain et lui demander si le régulateur est heureux ?

Xavier Parain

Côté AMF, en effet, si nous faisons l'état des lieux aujourd'hui, je pense que le titre de la table ronde, « Vitesse de croisière atteinte », correspond très clairement à ce que l'on

observe.

Nous avons plutôt envie de dire, en tout cas pour la partie agrément, et pour rebondir sur vos propos introductifs, qu'AIFM est plutôt derrière nous, c'est une directive désormais bien établie. Si nous nous livrons au jeu du dernier pointage en termes de nombre d'agréments AIFM, nous sommes à 323 sociétés de gestion françaises agréées AIFM, donc c'est considérable et cela ne concerne pas seulement des gérants alternatifs, loin de là.

L'enjeu pour la Place de Paris était d'appliquer une réglementation nouvelle à des acteurs qui sont très variés, partant du capital investissement, passant par l'immobilier jusqu'aux gestions très classiques et grand public. AIFM en France est très loin du monde professionnel de l'alternatif. Il s'agissait donc pour nous d'être capable d'agréer un grand nombre de sociétés de gestion par rapport à une nouvelle directive qui ne ciblait pas directement leur cœur de métier.

Ce que l'on a, je pense, réussi à faire avec les acteurs c'est de trouver le bon rythme, la bonne proportionnalité pour reprendre les mots d'AIFM, de façon à ce que l'application de cette directive soit faite de manière assez logique par rapport aux cibles de business des sociétés de gestion. Nous l'avons fait, nous avons réussi à attirer l'attention des sociétés de gestion sur 8 points principaux seulement en termes de nouvel agrément de façon à ne pas tout revisiter, parce qu'il y avait quand même beaucoup de choses qui étaient déjà en place et qui étaient largement connues de la part des sociétés de gestion françaises.

Ce qui n'était pas du tout attendu de notre part, c'est plutôt le fait que les sociétés de gestion allaient massivement opter pour la directive AIFM. Certaines devaient être agréées par rapport à AIFM parce qu'elles dépassaient un certain nombre de seuils. Ce qui a été un élément de surprise pour le régulateur c'est que nous avons eu 40 % de demandes de sociétés de gestion qui pouvaient échapper à la directive AIFM, qui étaient en dessous de ces seuils

Table ronde**AIFMD : vitesse de croisière atteinte ?**

et qui ont souhaité être agréées par la directive AIFM. Donc là aussi, nous avons trouvé la bonne méthode pour les agréer assez rapidement avec une bonne proportionnalité, de façon à faciliter le business aussi pour elles par rapport à cette nouvelle directive.

Cela veut dire clairement que les sociétés de gestion ont vu cette directive comme une opportunité même si ce ne sont pas des gérants alternatifs. Ils voient plutôt les opportunités données par la directive AIFM et je pense tout de suite au passeport qui permet de se développer en Europe sur des classes d'actifs qui n'avaient jusque-là pas droit au passeport lequel existait jusqu'à présent uniquement dans UCITS. Pour tous ceux qui gèrent des fonds qui ne sont pas UCITS, AIFM permet de se développer.

Je pense que les questions liées à AIFM, il y en a encore quelques-unes mais de moins en moins, nous avons traité quasiment toutes les questions, y compris les sujets rémunérations qui sont plutôt bien calibrés.

Nous avons encore quelques sujets devant nous, par rapport à la directive AIFM, j'en citerai quelques-uns pour vous donner les enjeux actuels, ce sont tout d'abord les nouveaux agréés. Dans la nouvelle définition, qu'est-ce qu'un fonds par rapport à AIFM, est-ce qu'on a bien capturé tous les fonds qui devaient être agréés ? C'est ce que l'on souhaite pour qu'il y ait une saine compétition sur les marchés financiers.

Est-ce que toutes les sociétés qui faisaient de la gestion sans être agréées sont maintenant bien agréées pour faire de la gestion collective ? Nous avons eu beaucoup de nouveaux entrants avec AIFM, venant de l'immobilier, du capital investissement, ils n'avaient pas besoin d'être agréés jusque-là, maintenant ils le sont, ainsi ont été créées une petite vingtaine de sociétés de gestion l'année dernière par cet élargissement du périmètre.

Je citerai à nouveau l'enjeu du passeport « pays tiers » qui a été souligné tout à l'heure, c'est un sujet qui est devant nous. En effet ce passeport tiers sera donné à des entités qui ne sont pas européennes sous réserve d'un avis positif de l'ESMA en 2015. Cet enjeu va

être l'objet de discussions au niveau de l'ESMA et de la Commission européenne, et il est là encore très important que la compétition soit saine en Europe avec le passeport européen et en dehors d'Europe de façon à ce que l'on n'ouvre pas le marché européen sans réciprocité ou que si nous l'ouvrons, cela se fasse avec la certitude que les règles s'appliquant aux gérants de pays-tiers soient vraiment les mêmes règles que celles qui s'appliquent aux gérants européens. Donc l'enjeu c'est vraiment la bonne compétition à nouveau entre acteurs.

Dans le passeport pays tiers, il y aura aussi un deuxième enjeu qui est celui de la fin des placements privés pour la gestion d'actifs. C'est un enjeu très fort, parce que l'on sait aujourd'hui que beaucoup de fonds sont distribués auprès des professionnels via des régimes de placements privés et finalement dans l'enjeu de l'ouverture aux pays tiers c'est peut-être davantage cette deuxième question qui est importante pour les gérants étrangers que la première question sur l'utilisation d'un passeport pays tiers classique, à la manière de ce que l'on connaît en Europe.

Je citerai deux derniers enjeux, le premier c'est le reporting AIFM. Les gérants savent le faire, il a fait partie des enjeux de l'implémentation de la directive. C'est derrière nous. Les gérants ont bien su nous envoyer les différentes données, il faut maintenant en tirer toute la richesse et être capable de l'exploiter à la fois au niveau micro et macro pour détecter les tendances et les risques.

Nous parlions tout à l'heure des risques systémiques qui sont dans la gestion d'actifs, est-ce qu'il y en a vraiment dans la gestion française ? S'il y a un risque par rapport à la remontée des taux d'intérêt parce qu'on est avec des taux négatifs, est-ce qu'il y a vraiment un risque sur les portefeuilles en cas de remontée des taux ? Tout cela fera partie de l'exploitation des reportings AIFM. Vous avez beaucoup investi du côté des professionnels, nous avons beaucoup investi également à l'AMF, maintenant il s'agit de travailler ces reportings et d'en tirer des informations utiles pour l'ensemble de la Place.

Le dernier sujet, c'est l'implémentation des différents règlements européens qui sont à côté d'AIFM, EuSEF-EuVECA. Nous sommes capables d'agréer des gestionnaires EuSEF-EuVECA même s'il y en a encore peu qui existent. Côté AMF nous sommes prêts, nous avons su en agréer quelques-uns mais il faut voir aussi pourquoi des fonds ne se développent pas. Je pense aussi aux fonds d'investissement long terme « ELTIF », c'est un règlement que l'on souhaite accompagner, nous allons travailler avec la Place pour voir de quelle manière nous pouvons faire par exemple de la place dans les textes pour qu'ELTIF soit un succès. Est-ce qu'ELTIF peut être un règlement qui s'adapte à la gamme des fonds français existants ou est-ce qu'il faut développer des nouvelles typologies de fonds ? En tout cas, vous l'avez compris nous sommes vraiment sur la même longueur d'onde et nous avons la même ambition que le Trésor sur la mise en place de ce règlement. S'il y a du succès possible pour les investisseurs professionnels ou retail avec ELTIF, nous serons capables de mettre en place les outils pour que la Place de Paris se développe par rapport à ce nouveau règlement européen. Donc nous sommes tout à fait à l'écoute de ce que demandent les professionnels pour être capables de les accompagner sur ces sujets-là.

Bertrand Gibeau

Merci, comme vous l'avez souligné, la directive AIFM s'applique à beaucoup d'acteurs différents. Souvent nous entendons les acteurs qui se plaignent du poids de la réglementation. Sur ce sujet que vous connaissez par cœur, Bertrand Merveille, en tant que société de gestion plutôt « traditionnelle », qu'avez-vous apprécié et qu'est-ce qui chez vous a été intéressant dans la directive AIFM ?

Bertrand Merveille

Le poids, nous apprécions les directives de poids. Financière de l'Échiquier peut partager trois sentiments avec notre régulateur, avec le client, avec nos confrères.

Le premier sentiment, c'est un sentiment de satisfaction, l'AMF l'a dit, le Trésor le dit, tout le monde le dit, je crois que le travail qui a été fait par la Place dans son ensemble est un

Table ronde

AIFMD : vitesse de croisière atteinte ?

travail de qualité.

Même si nous, Financière de l'Échiquier, n'étions pas naturellement impactés ou intéressés par cette directive car nous étions en dessous des seuils, le travail qui a été fait nous a permis d'obtenir un agrément dans de très bonnes conditions et sans aucune difficulté. Le travail qui a été fait nous a permis d'aller vite sans perdre de temps.

Le deuxième sentiment est un sentiment de frustration parce que, comme beaucoup d'autres sociétés de gestion à Paris, nous faisons de la gestion traditionnelle et quelque part nous avons vu arriver la directive AIFM comme une directive qui ne nous concernait pas. Quelque part nous nous sommes retrouvés dans la nasse, alors même qu'on ne se sentait pas réellement concernés, et, malgré la facilité à obtenir notre agrément, il a fallu mettre en place un certain nombre de nouvelles choses, ce qui n'a pas été difficile, peut-être que nous avons déjà quelque peu anticipé un certain nombre de choses compte tenu de notre taille, mais cela représente tout de même des coûts supplémentaires, c'est une réalité.

Xavier Parain parlait du reporting, ce reporting est une chose pour laquelle nous n'étions pas préparés puisque c'est quelque chose de très nouveau et qui a clairement nécessité des développements informatiques, beaucoup de moyens humains et en face de cela, nous n'avons pas le sentiment aujourd'hui d'avoir un retour d'expérience, mais il va arriver, Xavier Parain en a parlé. Nous n'avons pas le sentiment d'avoir participé à une œuvre salvatrice en matière de prévention du risque systémique, en tout cas c'est pour cela que je partage avec vous ce petit sentiment de frustration.

Le troisième sentiment est un peu un sentiment d'inquiétude parce que derrière AIFM, il y a UCITS V. D'AIFM, le régulateur, le législateur ont tiré un certain nombre de positions, une doctrine s'est établie et notre inquiétude en tant que gestionnaire de fonds UCITS est de voir appliquer, un même corpus de règles, une même doctrine alors que nous avons le sentiment de ne pas vraiment être une population homogène. Je peux donner l'exemple

des rémunérations. Dans le monde de la gestion d'actifs, du capital investissement, de la gestion alternative, il existait des pratiques en matière de rémunérations. Un certain nombre de choses ont été faites pour permettre à un certain nombre de gestionnaires de capital investissement de ne pas trop modifier leurs pratiques mais une doctrine s'est établie, plus ou moins écrite par l'AMF, qui pourrait avoir pour les gestionnaires traditionnels un impact assez fort si cette doctrine restait en l'état dans un environnement européen qui n'est pas homogène.

Aujourd'hui, vu de la fenêtre de cette gestion française qui a quand même des activités un peu partout en Europe, nous avons le sentiment que les positions des différents régulateurs sur le sujet de la rémunération ne sont pas homogènes et cela crée quelque part un risque pour la gestion française et pour le développement de la Place de Paris de ne pas être soumis aux mêmes normes de concurrence. On peut penser que la bataille des fonds n'est pas encore perdue, mais enfin elle est loin d'être gagnée. Il faut garder à Paris des gestionnaires d'actifs parce que c'est bien là que nous avons de l'expertise et de la technique.

Bertrand Gibeau

Merci Bertrand. Alors, si Financière de l'Échiquier a découvert qu'elle faisait de la gestion alternative comme d'autres ont découvert qu'ils faisaient de la prose, Permal en revanche gère des fonds de fonds alternatifs et du coup était peut-être plus directement impacté ou en tout cas visé par cette directive. Anne, quel est votre avis ?

Anne Delamarche-Shadid

Je dirais que nous sommes clairement visés puisque notre cœur de métier c'est de faire du fonds de fonds de *hedge funds*, vous savez ce mot qui fait trembler et surtout Cayman et on ne parle même pas des Bermudes. Mais donc, concrètement, nous la société de gestion, nous nous sommes lancés à Paris à la demande d'un investisseur qui avait une injonction forte de restructurer son portefeuille détenu *offshore* et de le faire dans

un véhicule *on shore*; nous avons de facto anticipé AIFM.

Nous faisons partie des toutes premières sociétés agréées AIFM par l'AMF et c'était un choix stratégique.

Je pense qu'il y a deux choses importantes :

- AIFM est calé sur ce qui relève du processus de Due Diligence d'investissement de *hedge funds* ou d'investisseurs internationaux. C'est-à-dire qu'en gros, toutes les grandes lignes d'AIFM qui sont, par exemple, de demander un dépositaire indépendant, des co-investissements des gérants dans les fonds qu'ils gèrent, correspondent aux processus de Due Diligence de notre industrie, et c'est pour cela qu'AIFM sur cet aspect-là n'était pas vraiment un souci.

En ce qui concerne les obligations AIFM de reporting, sur le fond quand vous travaillez avec des investisseurs institutionnels, la transparence cela fait longtemps qu'on vous la demande. Vos investisseurs vous demandent des reportings pack qui comportent entre 100 et 150 pages, dans lesquels figurent un certain nombre de données. Certes AIFM vous impose les calculs liés au risque mais en fait pour travailler aussi sur d'autres législations, 85 % des données sont similaires entre le reporting CFTC américain et le reporting AIFM.

- En ce qui concerne les coûts, c'est ce que nous avons commencé à faire chez Permal, l'obligation AIFM nous a conduits à mener une réflexion aussi sur l'utilisation et l'organisation de nos données. C'était vraiment le moment pour réorganiser nos données car nous avons aussi les contraintes américaines et la SEC, comme vous devez le savoir, commence aussi à regarder les documents de marketing pour s'assurer qu'ils sont bien conformes à ce que vous avez déclaré si vous êtes par exemple enregistrés auprès du NFA. Donc cela a été aussi l'occasion pour réfléchir à la cohérence de nos données, nous n'y sommes pas encore, mais c'est ce sur quoi nous travaillons afin de nous permettre de répondre à tout type d'obligations. Certes, cela a un coût mais après vous pouvez mettre en place des automatisations et assurer la

Table ronde

AIFMD : vitesse de croisière atteinte ?

fiabilité de l'information. Si le département risques est normalement constitué, le calcul des risques prend certes un peu de temps de programmation mais cela n'est pas si compliqué. Je pense que très clairement, AIFM n'était pas pour nous un souci.

Je ne me prononce pas sur la rémunération, je trouve que c'est un des sujets qui fâchent, je pense qu'il faudrait une véritable harmonisation européenne. Après, de façon très concrète, nous venons de lancer une plateforme en Irlande pour des raisons de compatibilité avec les US, lorsque vous faites tous les travaux préparatoires avec les gestionnaires américains et que vous leur expliquez ce qu'est le reporting AIFM (ils n'en ont rien à faire, il y a des prestataires qui le font) qu'EMIR c'est juste du reporting comme le reporting des transactions DTCC- Markit qu'ils font toute la journée et qu'en plus les données ne sont pas publiques... Le problème est quasi résolu. En fait quand vous êtes un *hedge funds manager* vous ne voulez surtout pas que vos positions soient divulguées donc lorsque l'on vous dit que vous êtes protégés et que les données n'ont vocation à être utilisées que par le régulateur, c'est plié.

Je pense que les délais peuvent aussi s'anticiper et franchement quand vous êtes un opérateur en France, c'était déjà AIFMD compatible donc oui, il y a deux-trois ajustements à faire, cela demande un peu de préparation et une bonne coordination avec ses dépositaires, ses administrateurs mais ça n'a rien de contraignant.

Bertrand Gibeau

Alors, côté immobilier, Stéphanie Saint-Pé est-ce que vous étiez déjà AIFMD compatible ?

Stéphanie Saint-Pé

L'entrée en vigueur de la directive AIFM a été une révolution pour le monde des fonds immobiliers, à plusieurs titres et pour plusieurs types de produits, et ce, de manière différenciée.

En effet, dans le domaine des fonds immobiliers, on trouve plusieurs types de fonds

différents :

- des OPCI, qui sont des véhicules que je qualifierais de modernes,
- des SCPI qui sont des véhicules historiques, des véhicules retail, créés dans les années 70 et qui avaient une vie tout à fait autonome par rapport aux autres véhicules d'investissement collectif, jusqu'à la transposition d'AIFM. En effet, ces fonds étaient gérés par des sociétés de gestion spécifiques, c'est-à-dire avec un objet social exclusif de gestion de SCPI, et qui n'étaient donc pas des SGP. Ces véhicules et leurs sociétés de gestion étaient jusqu'à AIFM cantonnés dans un champ autonome, et non commun aux autres OPC.

Avant AIFM, il faut noter que nous avons beaucoup de *pure players* qui ne géraient que des SCPI.

Et puis, depuis l'entrée en vigueur d'AIFM, nous avons aussi beaucoup d'acteurs, gérant des SCI à l'origine, qui se sont trouvés dans le champ de la directive et qualifiés de FIA par objet, au sens de la définition de la directive. Ces acteurs étaient un peu comme Monsieur Jourdain, c'est-à-dire, gérant des SCI sans savoir qu'elles étaient pour une grande partie devenues des FIA par objet.

Donc à trois titres au moins, AIFM a révolutionné le schéma des fonds immobiliers.

Concernant les SCPI, la révolution a été très importante, car comme je l'ai déjà dit à l'instant, la marche à monter était très haute, étant donné que les SCPI sont devenus des FIA en ayant un système de fonctionnement que je qualifierais d'historique et assez ancien.

Les SCPI ont ainsi été attirées dans le champ d'AIFM dans le cadre d'un *level playing field* entre tous les fonds collectifs. Dans ce contexte, il a fallu les moderniser, c'est-à-dire profiter de la transposition pour introduire dans l'ordonnance en droit français, une profonde réforme du fonctionnement des SCPI pour les moderniser de manière à ce qu'elles puissent jouer le jeu au même titre concurrentiel que les autres fonds collectifs alternatifs. Donc les SCPI ont eu un gros travail de mise à niveau, tout comme leurs sociétés de gestion.

Ceci était d'autant plus lourd que, contrairement aux autres SGP, elles ont dû demander

leur agrément en tant que sociétés de gestion de portefeuille, ce qu'elles n'étaient pas avant la directive. Elles n'ont pas eu le droit à un dossier simplifié de bascule AIFM, mais elles ont dû redéposer un dossier complet d'agrément, donc un dossier de 150 ou 200 pages en substance. Pour des acteurs qui n'étaient pas habitués à une réglementation aussi large et complexe, il faut avouer qu'au départ il y a eu beaucoup d'appréhension.

Nous avons également dû affronter un autre sujet important car nous nous sommes rendu compte que beaucoup de structures, qui géraient des SCI, donc des véhicules qui n'avaient pas du tout la qualité initiale de véhicule collectif type OPC se sont retrouvées qualifiées de FIA par objet. Elles ont donc dû également déposer un dossier d'agrément, et là je rejoins ce que dit Xavier Parain : même non contraintes parce qu'en dessous des seuils pour certaines, nous avons néanmoins constaté beaucoup de demandes d'*opt-in* étrangement pour ces structures. C'est plutôt un bon signe de notre point de vue, car après une première étape où ces acteurs étaient un peu affolés par la quantité de mises à niveau qu'il fallait mettre en œuvre dans ce nouveau cadre réglementaire, on a pu constater que les opportunités offertes par la directive ont été comprises par les acteurs, qui ont conclu finalement que cette réforme était peut-être un mal pour un bien. Au prix de gros efforts, ces deux dernières années, les acteurs sont entrés dans le champ et nous nous trouvons donc maintenant dans un horizon unique, avec une concurrence que je qualifierais d'équivalente entre tous les fonds.

Finalement on s'aperçoit que l'on a désormais des fonds immobiliers qui jouent le jeu concurrentiel des fonds collectifs en général et qui viennent participer à l'offre globale d'investissement dans des fonds collectifs selon une règle que je qualifierais de saine avec d'autres véhicules qui ne sont pas axés sur des sous-jacents immobiliers. Donc il y a vraiment eu une révolution et une entrée de certains acteurs dans un jeu de concurrence qui n'était pas le leur au départ.

La directive a également permis, pour les OPCI, qui sont des véhicules beaucoup plus

Table ronde

AIFMD : vitesse de croisière atteinte ?

modernes que les SCPI, puisque datant de 2008, un important assouplissement, assez utile, puisque finalement les textes ont opéré une simplification de certains ratios d'investissement, et les modifications pour les SCPI avaient le même objet également, de dynamiser les politiques d'investissement de ces produits avec quelque chose qui n'est pas très commun sur de l'immobilier c'est-à-dire, de la dynamisation dans la gestion même sur des actifs immobiliers. C'est un élément qu'il faut vraiment souligner et on sent bien que les acteurs ont réussi à se mettre à niveau. Certes, ceci n'a pas été facile, et nous avons dû traiter des sujets très techniques. L'application des règles relatives au Cash Monitoring dans une SCPI notamment en est un bon exemple, car appliqués à l'immobilier, les aménagements des règles étaient nécessaires. En effet, quand il faut vérifier tous les flux de cash, sur des sous-jacents immobiliers, cela signifie aussi que si l'on change une lampe dans un immeuble, ou que l'on refait la peinture des parties communes, il faut que le dépositaire vérifie si les factures correspondent. À ce titre, l'approche pragmatique développée avec l'AFTI sur ce thème a été très bien accueillie. Ainsi, même si, au départ les acteurs étaient un peu étonnés voire perturbés, finalement très honnêtement on sent que la directive et ses atouts ont bien été compris.

En conclusion, et pour finir sur une note positive, l'ASPIM a mis en place récemment un questionnaire afin de faire un tour d'horizon avec nos adhérents pour savoir comment les nouvelles règles s'appliquaient en pratique dans les sociétés de gestion adhérentes et quels étaient les retours d'expérience en la matière. Et l'on s'aperçoit que les angoisses se sont tassées.

Finalement toutes les structures de gestion d'actifs immobiliers ont été agréées AIFM et il n'y a pas eu de problème majeur. Disons que désormais, ces acteurs jouent dans la même cour que les grands en proposant des produits de gestion collective concurrentiels même s'ils ne présentent pas les mêmes caractéristiques que les OPCVM, c'est plutôt une très bonne nouvelle. Donc beaucoup de travail mais pour un résultat qui satisfait quand même en globalité les acteurs des fonds immobiliers.

Bertrand Gibeau

Merci pour ce témoignage. Je vais maintenant me tourner vers le représentant d'une profession sans qui rien ne serait possible, représentant l'asset servicing au sens très large. Alors, après avoir écouté Stéphanie, Jean Devambeze je vais vous demander, est-ce que pour vous aussi ceci est une révolution ?

Jean Devambeze

Une évolution : certainement. Et pour continuer sur l'immobilier, je confirme avec une vue transversale sur l'ensemble des secteurs de la gestion que c'est bien sur l'immobilier qu'il y a eu le plus gros changement apporté par AIFMD (en France).

Pour les banques dépositaires, il s'agissait de l'apprentissage ou de l'approfondissement significatif d'un nouveau métier, en commençant avec les OPCVM bien que la marche ait été haute.

En effet, il fallait comprendre comment contrôler le droit de propriété d'un immeuble, former les gens sur cette capacité à contrôler, tenir un registre sur les immeubles détenus en direct, le *cash monitoring* etc.

Ceci a été sans doute en France, le secteur sur lequel nous avons le plus investi en termes relatifs pour se mettre à niveau. Nous considérons AIFMD comme un déclencheur dans la gestion immobilière, avec des acteurs qui ont et qui continuent à évoluer dans un secteur qui connaît une évolution de la chaîne de valeur aussi. Nous commençons déjà à avoir des questions de certains acteurs de la gestion immobilière sur la fonction de Property Management. Une fois que le pas est franchi, que nous avons le dépositaire, que faire de cette fonction de Property Management ? Nous pensons certainement que ces évolutions seront un des déclencheurs d'une adaptation et d'une restructuration continue sur les années à venir.

Si nous restons au niveau français, les choses sont plutôt bien en place avec le *cash monitoring* dont on a déjà parlé et le reporting AIFMD qui, après un démarrage quelque

peu difficile est parvenu à être satisfaisant. Je pense que nous sommes plusieurs à avoir développé en tant que banque dépositaire des offres de sous-traitance de ce reporting pour des sociétés de gestion qui ne souhaitent pas le faire en interne, et cela fonctionne plutôt bien.

Là où il y a encore des points ouverts, c'est sur les sujets de ségrégation et notamment avec la gestion alternative lorsqu'elle utilise des primes brokers, sujet qui semble loin d'être résolu. Il est vrai qu'en France comme ailleurs, il y a une incompatibilité génétique entre le modèle prime broker et le principe de la ségrégation sur laquelle nous nous penchons actuellement. Le sujet se pose également lorsqu'il y a des clients utilisant des agents triparties pour le collateral, et qui n'ont parfois pas de vision claire sur ce qu'est la ségrégation, et si elle est comptable ou plutôt extra-comptable.

Bien que persistent des points ouverts, si nous pensons à un niveau global et plus stratégique, nous verrons qu'il y a un avant et un après AIFMD. Et si nous nous plaçons au niveau Européen cela est encore plus évident. Nous avons fait un énorme pas en termes d'harmonisation, mais celle-ci reste tout de même difficile car nous avons des droits nationaux différents. Chaque pays souhaite préserver ses spécificités ce qui rend difficile l'harmonisation totale. Nous sommes une banque dépositaire sur une douzaine de pays en Europe, nos 12 bureaux banques dépositaires ont fait un énorme travail, et aujourd'hui nous avons opérationnellement un set-up qui est pratiquement à 100 % harmonisé, ce qui était loin d'être le cas trois ans auparavant. Il y a donc un énorme travail d'harmonisation qui a remis la banque dépositaire dans le débat avec les sociétés de gestion, et qui a permis de dépoussiérer les sujets et de se reposer les bonnes questions. Oui c'est du travail, mais d'un autre côté il s'agit d'un investissement. Notre marché domestique est européen, il faut donc travailler dur pour bien le construire. Ma conviction est que ce travail a été utile pour cette construction.

Le témoignage complémentaire que j'apporterai est que lorsqu'on voyage, en Asie

Table ronde**AIFMD : vitesse de croisière atteinte ?**

notamment, les Asiatiques sont extrêmement intéressés par nos initiatives UCITS et AIFMD, ils ont en ce moment des initiatives de passeports régionaux et regardent avec beaucoup d'intérêt UCITS en commençant à s'intéresser à AIFM. Je pense que nous pouvons être positifs sur l'avenir de la marque.

Dernière remarque, je pense qu'il faut regarder AIFMD non seulement en tant qu'AIFMD mais en combinaison avec UCITS IV et UCITS V. Nous aussi avons un cadre général assez cohérent et puissant qui ouvre une nouvelle ère dans la restructuration de la gestion en Europe. Je pense que UCITS IV était un premier pas, mais UCITS IV est arrivé juste avant la crise, il y a donc un focus sur d'autres sujets.

Avec la combinaison UCITS IV-UCITS V-AIFMD, nous assisterons à de plus en plus de mouvements de restructuration de la gestion en Europe. Au-delà des passeports et des réorganisations d'acteurs européens, il est important de rappeler que l'Europe est un marché de 500 millions d'individus au sein duquel il est possible de constituer des entités extrêmement puissantes.

Bertrand Gibeau

Cela nous fait une transition toute trouvée pour parler un peu de distribution, parce qu'évidemment, concernant la directive AIFM, il y a des avis assez tranchés, il y a des avantages, des inconvénients en termes de mise en place. En tout cas, cette mise en place a abouti, maintenant cette directive nous allons peut-être en faire quelque chose.

Juste un mot sur UCITS et sur l'Asie, je me permets de rebondir là-dessus, puisqu'effectivement aujourd'hui en Asie, les investisseurs aiment bien le format UCITS. Cela étant il commence à être de plus en plus difficile d'enregistrer des UCITS complexes avec dérivés à Hong-Kong ou Singapour. Je rappelle qu'à Hong-Kong il y a eu un petit souci avec ce qu'on appelait les mini-bonds donc tout ce qui est un petit peu trop « structuré » commence à inquiéter les régulateurs locaux.

Il est possible qu'AIFM qui est un autre label, ou qui va, nous l'espérons, le devenir, prenne

la place. Nous disions tout à l'heure que la nature avait horreur du vide, c'est peut-être le bon moment pour aller faire du lobbying en Asie et ailleurs comme le font nos amis du Grand-Duché pour vendre à la fois nos fonds et notre gestion alternative.

Jean, vous mettiez justement en parallèle UCITS IV et AIFM. Vous accompagnez un certain nombre de sociétés de gestion dans leur développement international, est-ce qu'aujourd'hui avec AIFM comme avec UCITS IV, des sociétés de gestion utilisent des passeports à la fois pour gérer des fonds étrangers et pour vendre des fonds étrangers en France ? Voyez-vous des « Super ManCo », terme que l'on utilise pour désigner les sociétés à la fois UCITS et AIFM ? Vous les aidez, qu'est-ce que vous pouvez voir de votre côté sur le développement ? Concrètement est-ce qu'AIFM va avoir un impact en termes de restructuration à la fois des gammes des fonds alternatifs et de sociétés de gestion ? Comment voyez-vous l'avenir ?

Jean Devambe

Sur Hong-Kong, ne soyons pas pessimistes, il est difficile d'enregistrer des UCITS à Hong-Kong depuis 2 ans et plus généralement d'enregistrer n'importe quel type de fonds y compris les fonds locaux. Le régulateur est extrêmement prudent et se trouve en ce moment entre deux eaux avec tout ce qui se passe, la Chine, l'ouverture des marchés etc...

À titre d'exemple, l'intérêt du label UCITS, du label AIFM, fait qu'il y a des sociétés de gestion asiatiques qui viennent ouvrir des fonds UCITS ou AIF en Europe pour investir via le fameux Stock Connect, Shanghai-Hong-Kong Connect, dans des titres chinois et distribuer ces fonds globalement.

Il s'agit d'un bon exemple qui illustre le fait que notre cadre réglementaire et nos véhicules de fonds européens sont considérés comme des véhicules globaux même s'il y a encore beaucoup à faire sur ce sujet.

Si nous revenons sur les passeports en Europe, nous voyons en effet un mouvement qui s'accélère.

Je commence par les Passports Management Companies. Nous voyons un peu plus de sociétés de gestion étrangères, anglo-saxonnes ou autres, venir nous demander de les accompagner pour obtenir le passeport afin de gérer des fonds français pour répondre à des appels d'offres d'institutionnels. Il y a donc une ouverture du marché qui implique une concurrence accrue des sociétés de gestion étrangères. Cependant, rien n'empêche de faire l'inverse et d'ouvrir des fonds allemands pour répondre à la demande d'investisseurs allemands ou autres, je pense à l'Allemagne parce que c'est le marché en termes d'épargne et de fonds de pension mais on peut parler des Pays-Bas ou du Royaume-Uni. Effectivement les passeports fonds se développent. Nous voyons aussi beaucoup de FIA étrangers ou français qui demandent leur passeport pour être distribués à l'étranger, bien que ce ne soit pas au niveau des UCITS, le mouvement est là et continue à se développer. Plus structurellement, le sujet des Super ManCo est un peu plus compliqué parce que ce n'est pas uniquement UCITS et AIFMD, ce ne sont que des accélérateurs. Évidemment il y a d'autres problématiques, d'organisation, de rémunération, de fiscalité et de fusion.

À titre d'exemple, il y a des groupes qui auront deux ManCo en Europe, une qui est leur pays domestique et une qui est le Luxembourg ou l'Irlande suivant leur type de marché. Le Luxembourg est plus à orientation des marchés d'Europe Continentale et l'Irlande est davantage tournée vers le Royaume-Uni. Cela démarre doucement mais nous avons aussi dans la presse les grandes fusions transfrontières qui amèneront certainement à générer des restructurations avec la mise en place de Super ManCo.

Bertrand Gibeau

Xavier, en tant que régulateur j'imagine que vous allez confirmer ce genre de choses ? Vous l'avez dit dès le départ, il y a énormément de sociétés de gestion qui n'étaient pas forcément au-dessus des seuils et qui ont décidé d'opter, le fameux « opt-in », pour AIFM, et c'est en grande partie, non pas pour la beauté du geste mais pour pouvoir distribuer à l'étranger. Donc vous avez dû être saisis à

Table ronde**AIFMD : vitesse de croisière atteinte ?**

L'AMF d'un certain nombre de demandes de passeports société de gestion pour aller gérer des fonds étrangers et vous devez recevoir un certain nombre de notifications de vos concurrents et collègues des autres régulateurs pour vendre ces fonds en France. Pouvez-vous nous éclairer et peut-être aussi parler des délais parce qu'il y a beaucoup de fantasmes qui circulent et il faut dire que l'AMF travaille selon des délais qui sont relativement réduits, je pense que c'est un point à mettre en avant.

Xavier Parain

Pour répondre à la remarque de Jean sur l'ouverture du marché, oui, nous, côté AMF nous voyons les deux flux.

Les sociétés de gestion françaises partent en Europe en utilisant les passeports gestion et nous parlons de plusieurs centaines de passeports gestion qui ont été activés. Il y a donc bien des sociétés françaises qui souhaitent gérer des fonds étrangers depuis la France et cela permet de localiser des gérants en France pour gérer tout type de fonds de droit étranger.

On voit aussi des sociétés de gestion étrangères, mais peut-être un peu moins, souhaiter gérer des fonds français, là nous en sommes plutôt à une cinquantaine de sociétés étrangères. Donc l'équilibre est clairement en faveur d'une Place de Paris qui s'exporte très bien, qui sait utiliser les passeports et qui les utilise pour se développer.

Sur les passeports produits nous voyons aussi que les passeports AIFM produits sont en place, là aussi il y a des passeports entrants et sortants. Nous voyons bien que le label AIFM va être, j'ai l'impression, aussi puissant que UCITS. Pour mémoire dans UCITS, l'ouverture du marché a été dans les deux sens, c'est-à-dire autant les fonds français partant à l'export que des fonds étrangers et il y en a de très nombreux qui sont disponibles à la commercialisation en France, nous en sommes à plus de 6 000 fonds de droit étranger qui sont autorisés à la commercialisation en France. Donc nous sommes sur un marché très ouvert sur UCITS, nous allons être sur un marché très ouvert dans AIFM mais j'ai plutôt l'impression

que les gérants français sont bien armés pour jouer cette compétition. Sur la compétition internationale, là encore le créneau est très favorable, c'est la négociation de l'ouverture du passeport pays tiers dans AIFM. Les gérants français viennent voir le régulateur et expliquent quelles sont les barrières qu'ils observent à l'étranger et qui les empêchent de bien vendre leur savoir-faire français. Nous évoquons Hong-Kong mais il y a d'autres pays sur lesquels il pourrait y avoir des problèmes. Nous avons un bon créneau de négociation internationale pour faire tomber un certain nombre de barrières sur ces sujets-là. Nous sommes aussi là pour ça, pour accompagner les acteurs dans leur développement à l'international.

Le délai est le véritable atout du passeport car nous sommes passés de quelques mois à quelques jours ou semaines pour être capables de vendre des produits à l'étranger. Sur UCITS, nous sommes capables d'agréer en quelques jours et pour un fonds « pass-ported » en quelques jours supplémentaires. Donc, nous avons des délais qui sont vraiment très efficaces aujourd'hui partout en Europe et cela permet d'avoir une Europe bien armée pour faire du business, pour être capable de monter de nouvelles stratégies et de les distribuer.

Là où je pense qu'il n'y a pas forcément un débat orienté dans un seul sens, c'est sur la restructuration des sociétés de gestion, nous avons vu en effet quelques grands groupes se restructurer, choisir tel ou tel pays comme étant le centre d'accueil de l'ensemble de leur gestion d'actifs mais il y a aussi encore beaucoup de nouveaux entrants que l'on est capable d'accompagner en termes de délai et en termes de time-to-market de manière assez efficace. Nous observons encore beaucoup de petits acteurs choisir la gestion d'actifs, entrer sur le marché et avoir d'ailleurs un certain succès. Il y a des belles « success stories » qui se montent en quelques années, donc tout n'est pas dans les mains des grands groupes, les barrières ont vraiment été abaissées. Nous avons un marché très ouvert et une compétition très saine entre les différents acteurs de toutes classes d'actifs.

Bertrand Gibeau

Je vous confirme que dans la salle il y a des gens qui sont aujourd'hui à Londres et qui voudraient peut-être venir s'implanter en France. Ceci étant, en tout cas pour vous gérants ou représentant des gérants, vous devez voir la vie en rose. Aujourd'hui vous avez des passeports, vous avez des investisseurs y compris français qui sont tout à fait prêts à investir dans la gestion alternative en UCITS mais aussi en AIF, je me retourne vers vous Bertrand, Anne et Stéphanie, vous devez être très heureux aujourd'hui.

Stéphanie Saint-Pé

Très clairement le passeport AIFM est au cœur de ce que l'on fait actuellement, puisque nous venons de décrocher un mandat qui nous permettra d'aller « passer » sur l'Italie. Il y a quelques années de cela nous avons fait une restructuration pour un fonds de pension espagnol dont le régulateur trouvait que c'était très bien que la structure du fonds soit en France avec le passeport AMF AIFM.

Le passeport est une véritable opportunité parce que sur le fond vous n'avez aucune démarche à faire.

Il y a effectivement l'éternel débat des agents centralisateurs locaux, mais, sur le fond vous n'avez qu'à transmettre le prospectus et le formulaire à l'AMF et vous pouvez distribuer dans toute l'Europe de façon assez simple et rapide.

En ce qui concerne plus particulièrement les investisseurs étrangers, je pense que les Anglo-Saxons ont un appétit pour l'Irlande pour la simple raison qu'historiquement l'Irlande a fait beaucoup avec notamment les investisseurs américains et leur fameux Double Tax Treaty Visa. Lorsque vous cherchez à distribuer en Europe en ayant un produit qui puisse regrouper un peu l'Amérique du Nord, vous allez en Irlande parce que c'est facile il y a la même langue et le tax treaty.

Notre cœur de métier, ce sont les institutionnels, plutôt de petits institutionnels ou même des Banques Privées et autres. La France fait très peur pour des raisons perçues de non-

Table ronde**AIFMD : vitesse de croisière atteinte ?**

stabilité fiscale et je pense que s'il y a un effort majeur à faire en termes de communication c'est là-dessus parce que sur le fond, il n'y a pas de différence majeure entre une société de gestion où qu'elle soit en Europe. Le grand avantage d'AIFM est d'avoir créé un marché normalisé, comme les règles s'appliquent « modulo epsilon » partout de la même façon. La formidable opportunité c'est donc de vendre les résultats de votre gestion, ce qui vous permet de vous focaliser sur l'essentiel : vos performances et votre savoir-faire. Parce que sur le fond une société de gestion ce sont des compétences et un savoir-faire prouvés par un track record.

Bertrand Gibeau

Je vous rassure, la stabilité fiscale est à l'ordre du jour du Comité 2020 et grâce à ce comité il n'y aura plus jamais de fiscalité changeante en France. Bertrand vous étiez peut-être plus mitigé ?

Bertrand Merveille

Sur la partie passeport, nous sommes très contents.

Je faisais part tout à l'heure d'un sentiment de frustration par rapport à AIFM, l'avantage des petites sociétés de gestion c'est que nous ne sommes pas stupides, nous nous montrons aussi opportunistes face à ce sentiment de frustration. Il y a à peu près deux ans, nous avons fait le pari avec une équipe de jeunes talents en gestion alternative, que nous avons internalisée, de créer un AIF en faisant le pari que ce produit, ce nouveau label permettrait de développer cette stratégie alternative dans un format qui plaise à nos investisseurs. Venant de la gestion UCITS traditionnelle, nous nous adressons évidemment à tout type d'investisseurs, y compris des grands investisseurs institutionnels. Nous avons plutôt aujourd'hui des investisseurs français, même si nous avons de très beaux clients à l'étranger. Force est de constater que ce label AIFM, en tout cas pour une société de gestion comme Financière de l'Échiquier, n'est pas quelque chose de naturel et nos investisseurs traditionnels aujourd'hui, malgré un excellent track record sur le produit dont je vous parle me demandent quand

UCITS sera disponible. Je m'adresse en particulier aux investisseurs institutionnels français qui se montrent parfois un peu frileux par rapport à ce format. Les petits institutionnels, les banques privées y compris les banques privées dans l'environnement européen continuent de demander des UCITS malgré l'intérêt de ce format, la sécurité apportée et la régulation nouvelle. Aujourd'hui nous rencontrons des difficultés à promouvoir ce produit auprès de notre clientèle.

Bertrand Gibeau

Et côté immobilier ?

Stéphanie Saint-Pé

Côté immobilier, il s'agit bien de l'éternel sujet. Nous ne partons pas de rien :

- Les acteurs de la gestion immobilière sont très domestiques,
- Les immeubles sont très souvent en France encore aujourd'hui à part quelques exceptions,
- Les investisseurs sont souvent français, institutionnels ou de détail — car ces véhicules bénéficient souvent d'un avantage fiscal pour leurs souscripteurs comme les SCPI notamment, en conséquence de quoi nous parlons ici d'un marché Français très captif.

Toutefois, force est de constater que les lignes bougent, qu'une ouverture se crée dans l'esprit des gérants d'actifs de fonds immobiliers qui s'ouvrent à l'international avec une diversification des investissements à l'étranger, à savoir, des fonds qui investissent en Allemagne, en Espagne, et dans des pays européens divers.

Le marché n'est pas encore suffisamment mature pour que le recours au passeport soit la présente étape mais les perspectives s'élargissent dans ce nouveau terrain de jeu européen.

Nous commençons à avoir des structurations de véhicules de types OPCI, avec des relais luxembourgeois, allemands... Les frontières pour les gérants s'ouvrent, avec une augmentation certaine du nombre d'investisseurs étrangers, même sur des produits retail.

Je constate clairement que les SCPI commencent à intéresser les institutionnels, non-résidents particulièrement. L'idée de l'internationalisation de la gestion des véhicules immobiliers est dans l'esprit des gérants.

Nous n'en sommes pas encore au niveau de ceux qui sont matures comme les gérants UCITS, mais dans quelques années voire quelques mois, nous commencerons à avoir les premiers passeports produits.

Pour ce qui est des passeports des sociétés de gestion, c'est encore très particulier puisque le monde de l'immobilier est assez domestique, et fonctionne différemment d'un pays à l'autre.

Pour ce qui est du passeport produits, je pense que dans les prochaines années, nous parviendrons à une véritable ouverture des frontières sur le sujet.

Bertrand Gibeau

Nous souhaiterions avoir le point de vue de l'AMF sur les investisseurs qui peuvent aujourd'hui investir dans des FIA ?

Xavier Parain

Oui c'est en effet une des questions qui nous sont fréquemment posées dans le cadre de la mise en place d'AIFM.

Selon que l'on se place au niveau européen ou au niveau français classique, le mot professionnel ne renvoie pas au même sens.

Dans notre gamme de fonds nous avons distingué :

- D'un côté : Retail, grand public
- De l'autre : Professionnel, avec parmi les professionnels au sens de la directive MIF, les professionnels stricts, mais aussi les « Retail + » c'est-à-dire toutes les personnes qui ont la capacité de mettre un ticket important - plus de 100 000 euros- et qui entrent alors dans la catégorie française de « quasiment professionnel au sens MIF ».

Il est vrai que l'Europe dans le cadre d'AIFM

Table ronde AIFMD : vitesse de croisière atteinte ?

ne fonctionne pas comme dans le cadre du modèle français historique classique que je viens de décrire. Les passeports sont bien des passeports professionnels uniquement au sens MIF strict, c'est-à-dire que les fonds ont beau être autorisés à la commercialisation pour les personnes qui mettent plus de 100 000 euros, c'est souvent le cas non seulement pour les fonds français mais aussi pour les autres fonds étrangers, le passeport n'est valable que pour les professionnels, les institutionnels au sens MIF strictement.

Nous nous sommes en effet retrouvés avec beaucoup de questions et quelques problèmes notamment car les acteurs ont considéré que le passeport produit était un passeport professionnel + et « Retail + » alors qu'il est uniquement professionnel au sens MIF strict.

La question que cela pose est donc celle de faire bien attention à la cible de clientèle. Certains institutionnels ne peuvent pas avoir le statut professionnel au sens MIF. Certains Retail très fortunés ne peuvent pas non plus avoir ce statut professionnel au sens de la MIF. Il est vrai que nous avons pris conscience de cela un peu tardivement, le passeport AIFM étant bien un passeport professionnel MIF « only ». Il faudra sans doute y travailler au niveau européen. Par exemple dans le cadre du règlement sur les fonds long terme, ce sera pour les Institutionnels au sens de la MIF, mais également d'une certaine manière pour le retail, dans la mesure où le retail mettra un petit pourcentage de son allocation d'actifs sur ces fonds-là. C'est en effet plus intelligent et plus pertinent. Est-ce que nous le ferons sur l'ensemble de la gamme AIFM ensuite ? Il est trop tôt pour le dire, mais c'est une approche en tout cas qui a notre sympathie au niveau AMF.

Question dans l'audience

Vous avez mentionné la question des domiciles notamment l'Irlande qui plaît davantage aux investisseurs européens et anglo-saxons par rapport au Luxembourg, qui attire davantage les Européens continentaux. Les sociétés de gestion, où qu'elles soient situées, ont la possibilité d'avoir deux fonds, c'est-à-dire un plus proche de l'Amérique du Nord, et un plus proche de l'Europe.

Pensez-vous que le choix du Luxembourg est un choix pertinent, puisqu'il va plaire à l'Europe continentale, sachant que les Anglo-Saxons, le Royaume-Uni pourront, soit basculer sur le Luxembourg, soit basculer sur les Cayman ou une juridiction plus proche de l'Amérique du Nord ?

Anne Delamarche-Shadid

Je dirais que cela dépend de votre cœur de cible.

Traditionnellement, le Luxembourg est aussi une passerelle vers l'Asie. La grande force du Luxembourg est d'avoir su s'accaparer et surfer sur UCITS en en faisant un vrai label. Pour vous répondre, je dirai que cela dépend de votre gestion. En France nous avons un cœur de cible qui est la création de portefeuilles dédiés sous un format FPS pour des clients institutionnels, majoritairement des fonds de pension et des assureurs ayant des problématiques Solvency II très fortes.

Nous avons développé ce savoir-faire, ce qui fait que notre business model est ainsi construit. Je pense que la tendance est là. Je maintiens qu'une société de gestion c'est avant tout des compétences, un savoir-faire et un track record. Pour ce qui s'agit des questions de format, elles doivent être vues à l'aune des investisseurs que l'on cible.

Avoir un format Irlande lorsqu'on veut prospecter le format nord-américain est assez intéressant, vous avez les règles RISA, qui vous permettent d'aller sur un marché domestique américain, ce qui est tout de même un domaine assez important.

Je vois une convergence des législations, entre Américains et Européens. Si nous prenons en compte le fait que ces législations sont en train de converger, l'investissement supplémentaire pour pouvoir atteindre tous ces investisseurs deviendra certainement un coût marginal. Par exemple : Lorsque Hong-Kong a voulu créer une législation sur les dérivés, ils ont fait un mix entre EMIR et CFTC.

Lorsque vous décidez de vous tourner vers l'Amérique du nord, avec un pas vers l'Asie, la tendance lourde est une relocalisation des législations, le vrai défi est l'harmonisation États-Unis-Europe, chantier qui est à l'arrêt actuellement.

Bertrand Gibeau

J'ai été très heureux d'animer cette table ronde, je vais conclure rapidement en renouvelant mon optimisme car la directive a été mise en place de façon très positive et ouvre de nouvelles perspectives. Je pense que nous avons en France un vrai savoir-faire en gestion alternative.

Maintenant il reste à le faire savoir, je profite que nous soyons invités par l'AFTI, en compagnie de l'AFG, l'ASPIM, l'AFIC, l'AFII, en compagnie de l'AMF pour vous inciter à encore davantage promouvoir - de façon coordonnée - notre belle gestion française à l'international. J'ai été ravi d'animer cette première table ronde. Merci. ■

**Table ronde • Nouvelles réglementations européennes,
Union des Marchés de Capitaux et financement de l'économie... Quel rôle pour la gestion d'actifs ?**

Animateur:

Karima Lachgar
Délégué Général, AFTI

Intervenants:

- **Éric Dérobert**
Directeur de la Communication et des Affaires Publiques, CACEIS. Vice-Président de l'AFTI
- **Éric Wohleber**
Directeur général, BLACKROCK
- **Julien Jardelot**
Policy officer, COMMISSION EUROPÉENNE
- **France Vassaux-d'Azémar de Fabrègues**
Directrice des affaires juridiques et fiscales, AFIC
- **Benoit Sauvage**
Senior Adviser - Financial Markets Regulation, The Luxembourg, BANKERS' ASSOCIATION (ABBL)

Karima Lachgar

Bonjour à tous,
Pour cette seconde table ronde consacrée à l'actualité législative et réglementaire et en grande partie au nouveau plan d'action de l'UE dédié au secteur bancaire et financier et qui prend pour l'essentiel la forme du Livre vert « Building a Capital Markets Union » publié le 18 février dernier et actuellement soumis à consultation publique.
Nous avons réuni un panel prestigieux d'experts.

Mais avant d'ouvrir la séance de questions/réponses, je vous propose quelques rappels introductifs pour bien resituer le contexte de nos échanges.

J'insisterai brièvement sur trois aspects:

Le premier aspect concerne le bilan de la mandature du Commissaire Barnier qu'on a tenté de résumer au travers de cette slide qui se veut synthétique mais qui donne une idée précise de la volumétrie d'initiatives de niveau 1, qui ont été adoptées (on parle d'ailleurs de tsunami réglementaire).

**Bilan d'une mandature placée
sous la gouvernance du G20**



Niveau 1 : 40 initiatives concernant le seul secteur bancaire et financier
Niveau 2 : près de 400 délégations de pouvoirs dont 340 mises en œuvre en 2015

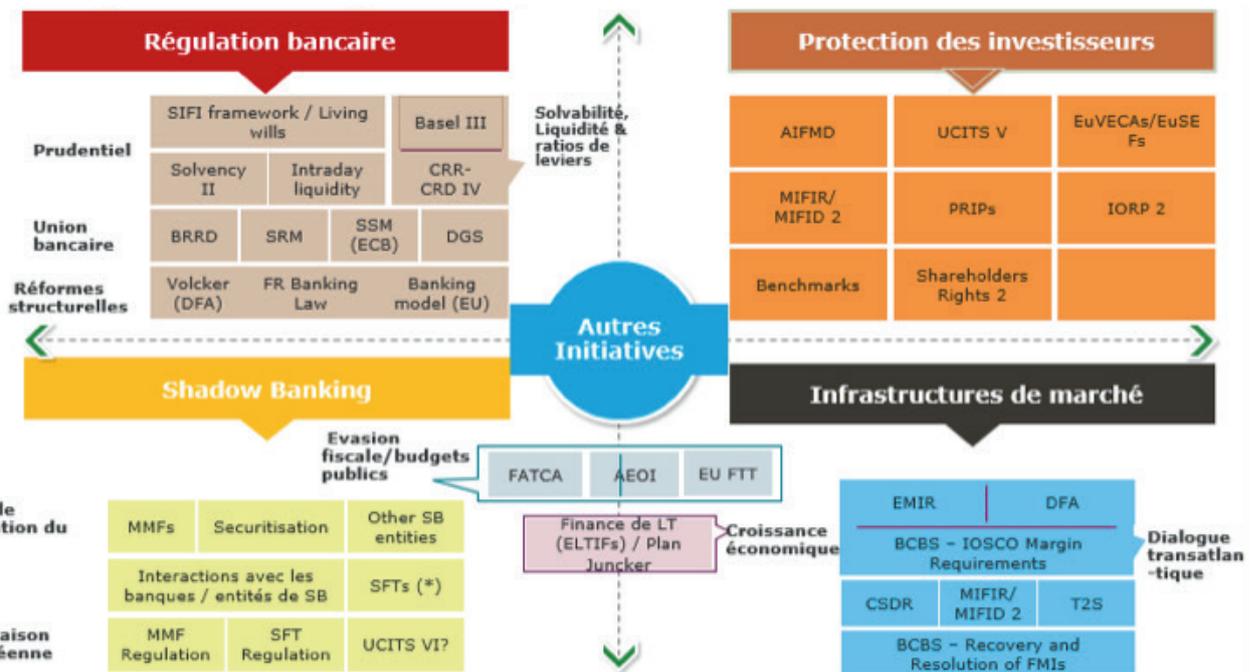


Table ronde

**Nouvelles réglementations européennes, Union des Marchés de Capitaux et financement de l'économie...
Quel rôle pour la gestion d'actifs ?**

Pour ma part je n'ai pas de crainte à qualifier la précédente mandature, d'éprouvante pour l'industrie. Je crois que si la Place de Paris a fait la preuve de sa robustesse, on peut également saluer le fait qu'elle a bien résisté à la déferlante de textes législatifs et réglementaires que nous avons connus sur les cinq dernières années.

Mais au-delà du flot de textes de niveau 1, qui représentent une volumétrie très importante, en réalité, le principal challenge est la capacité d'absorption par les trois Agences Européennes de supervision et par l'industrie du niveau 2, et c'est ce qu'a souligné le Commissaire Hill, fin mars devant la Commission des Affaires Économiques et Monétaires du Parlement européen en précisant que la précédente mandature Barnier s'était traduite par au moins 400 délégations de pouvoir des deux co-législateurs :

Parlement et Conseil, à la Commission européenne. Il a également précisé que l'année 2015 devrait se traduire par la mise en œuvre de 340 de ces délégations de pouvoir.

C'est un défi colossal pour les trois agences européennes de supervision dont le rôle est d'apporter un appui technique à la Commission européenne mais également un défi pour nous, acteurs de l'industrie.

Nous allons aborder avec les panélistes quelques grands enjeux liés à ce travail de mise en œuvre du niveau 2.

Le second aspect sur lequel je voulais réagir, est celui du nouveau paradigme affiché de la régulation européenne, largement articulé autour de la relance de la croissance économique, et du financement du plan d'investissement Junker.

Il est plutôt aisé d'observer cette évolution de paradigme à travers la lettre de mission du Commissaire Hill, mais également à travers le plan global de la nouvelle direction générale FISMA.

En effet ce plan d'action est la traduction partielle d'un nouveau programme de smart regulation dénommé REFIT : programme pour une réglementation intelligente et affûtée qui résulte d'une communication de la Commission adoptée en juin 2014. C'est une approche qui recentre la logique de l'action législative et réglementaire autour des grands principes du droit européen que sont les principes de subsidiarité, de proportionnalité et de Better Regulation.

C'est de mon point de vue un signal politique très fort envoyé au marché et à certains États membres notamment le Royaume-Uni qui,

Création d'une nouvelle Direction Générale Stabilité financière, services financiers et union des marchés des capitaux (FISMA)



Arrivée de Lord Hill le 1^{er} novembre 2014, nouveau Commissaire européen

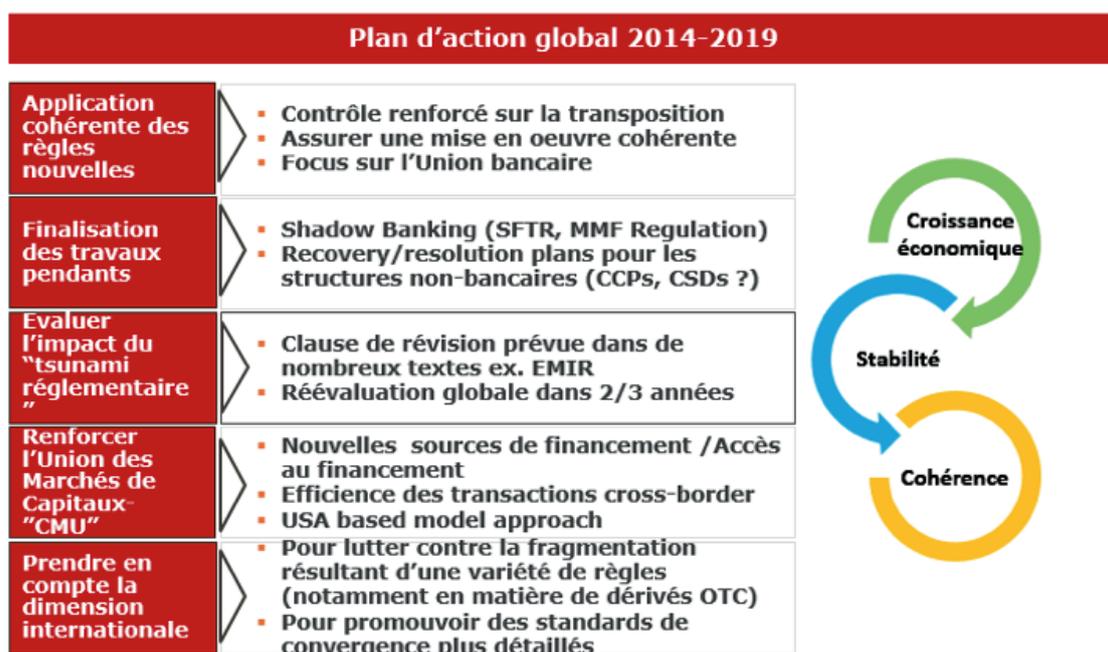


Table ronde**Nouvelles réglementations européennes, Union des Marchés de Capitaux et financement de l'économie...
Quel rôle pour la gestion d'actifs ?**

comme vous le savez, entretient depuis plusieurs mois des relations très tendues avec les instances européennes ; tensions qui ont connu leur paroxysme avec les trois arrêts rendus en 2014 par la Cour de Justice de l'Union Européenne.

La question qui se pose aujourd'hui est de savoir si ce paradigme est réellement inédit ou s'il traduit en réalité un retour de l'activité européenne à quelque chose de plus traditionnel, qui tourne autour du Market Building, et de la suppression des barrières aux échanges transfrontières.

Enfin, le dernier aspect déjà évoqué précédemment par Sébastien Raspiller et sur lequel je souhaite revenir est celui du dialogue transatlantique et du renforcement de la pression concurrentielle qui émane d'autres zones géographiques qui sont entrées plus rapidement que l'Europe en phase de relance de croissance et de manière plus significative.

Il faut savoir que dans l'esprit des Policy Makers de la Commission, la contrepartie d'une réglementation plus souple, plus axée sur la recherche de la compétitivité et sur l'allègement des charges administratives est l'ouverture de l'Union Européenne aux marchés étrangers. C'est d'ailleurs ce qu'a souligné très récemment le Commissaire Hill devant les membres du Parlement européen en affirmant, je cite « que l'Union Européenne est prête à ouvrir ses marchés aux opérateurs économiques de pays tiers », sur la base des dispositions en matière d'équivalences qu'on connaît bien dans un certain nombre de textes qui nous concernent, EMIR, CSDR, AIFM et d'autres.

Effectivement, pour la Commission, la notion d'équivalence n'est pas un exercice comparatif ligne à ligne. Là aussi c'est un autre message politique qui est envoyé aux États membres qui se montrent assez réticents à l'ouverture de leur marché et donc c'est quelque chose qu'il faut bien avoir à l'esprit pour les années à venir et pour les réponses au Livre Vert.

À partir de là, nous avons pensé intéressant avec nos experts de structurer cette table ronde en deux parties.

- La première sur la revue des **textes les plus importants pour l'industrie de la gestion d'actifs préparés durant le mandat du Commissaire Barnier.**
- En seconde partie **les enjeux autour du dossier Capital Markets Union et les priorités en matière d'action européenne** identifiés dans le cadre du Livre vert.

Nous avons consacré la première table ronde au sujet AIFM et traiter d'OPCVM V offre une transition naturelle sur un texte qui n'en est pas moins majeur pour notre industrie.

Projet d'actes délégués de la directive OPCVM V

Éric quels sont les points saillants de cette initiative dont le niveau 2 est en cours d'élaboration annoncée de longue date c'est-à-dire depuis 2009 par la Commission ?

Éric Dérobert

Si vous le permettez, je prendrai une minute pour ajouter une pierre au débat précédent concernant AIFMD.

Sébastien Raspiller a rappelé tout notre intérêt quant aux travaux et initiatives en faveur de la compétitivité de la Place de Paris. Je pense que nous pouvons évoquer, à ce titre, un élément : la dimension européenne d'AIFMD.

En effet, Il est important de reconnaître que AIFMD a représenté un événement positif et un facteur de développement significatif pour nos maisons, en France et également en Europe, avec des succès majeurs dans le service aux nouveaux fonds AIF. En ce qui concerne, par exemple, CACEIS, je pense bien évidemment à la France, mais également à l'Allemagne, à l'Italie, à nos projets au Royaume-Uni, et à d'autres marchés voisins... Il s'agit clairement d'une note positive, le classement des dépositaires français évoluant ainsi parmi les toutes premières Places européennes grâce, en partie, à la croissance du marché des fonds AIF.

Cette dynamique devrait se renforcer avec

UCITS V. Cela m'amène à votre question.

Tout d'abord, rappelons en préambule que UCITS V existe. Ce n'est plus un projet. La directive a été approuvée en juillet de l'année dernière, et a été publiée au Journal Officiel au mois d'août de l'année passée. Sa date de transposition est le 18 mars 2016.

Pour rappel, cette directive visait à adapter UCITS IV dans 3 grands domaines :

- Le rôle et la responsabilité du dépositaire.
- Les règles en matière de rémunérations.
- Le régime des sanctions.

Nous nous intéresserons ici au premier domaine, qui concerne les dépositaires.

Quels sont les changements à attendre par rapport à ce que nous attendons aujourd'hui, et par rapport à l'environnement AIFMD, dont nous venons de parler ?

Les rôles et responsabilités du dépositaire seront pour l'essentiel calqués sur ce que nous connaissons avec AIFMD, avec toutefois quelques différences notables.

Première différence : la responsabilité du dépositaire qui, dans AIFMD, peut, sous certaines conditions, transférer cette responsabilité en ce qui concerne les actifs en conservation.

Cette possibilité n'existera pas dans UCITS V : le dépositaire, responsable d'une restitution éventuelle des actifs qui sont définis comme relevant de la tenue de compte conservation, n'aura pas de possibilité contractuelle de limiter cette responsabilité.

Cette disposition existe dans le niveau 1, elle est donc définitive et connue.

En revanche, nous attendons encore la publication des actes délégués de UCITS V, ou « niveau 2 ». Je voudrais faire un focus sur deux points :

- 1) Le premier concerne les diligences et obligations que le dépositaire devra mettre en œuvre en ce qui concerne le choix, la sélection et la surveillance de son réseau de sous-conservateurs.

Pour l'essentiel, ce qui est proposé par l'ESMA

Table ronde**Nouvelles réglementations européennes, Union des Marchés de Capitaux et financement de l'économie...
Quel rôle pour la gestion d'actifs ?**

devrait être repris par la Commission européenne d'ici quelques semaines – nous attendons en effet la publication du niveau 2 pour le mois de juin.

Ces propositions correspondent toutefois à des règles de bonnes pratiques, qui sont celles des grandes maisons, et certainement celle des principaux dépositaires français.

2) Le deuxième point concerne certaines règles et obligations sur la gouvernance aussi bien des sociétés de gestion que des dépositaires, lorsque les deux entités appartiennent à un même groupe financier, et agissent dans le cadre d'un même fonds UCITS.

L'ESMA a fait des propositions en ce qui concerne certaines règles d'indépendance. En effet, si l'indépendance du dépositaire existe de droit, et de fait, depuis l'origine des UCITS, le niveau 1 de UCITS V souhaite en préciser les modalités.

L'ESMA a ainsi notamment proposé que lorsque des sociétés de gestion et des banques dépositaires appartenant au même groupe financier souhaitent pouvoir servir un même fond, ces sociétés nomment des administrateurs indépendants. De même, certaines incompatibilités en ce qui concerne le cumul de certaines fonctions pourraient être précisées.

Nous appelons donc de nos vœux une publication rapide de ce « niveau 2 » car, comme je viens de l'évoquer brièvement, des adaptations devront être faites pour une mise en conformité d'ici au printemps 2016.

En conclusion, je crois pouvoir dire que le marché français et ses principaux acteurs sont très bien armés pour aborder et tirer parti de UCITS V, comme cela a été le cas pour les réformes précédentes.

Karima Lachgar

Benoît, du côté du marché luxembourgeois quel premier constat dressez-vous du processus d'adoption de UCITS V ? Est-ce que vous pensez que le gap à franchir si nous le

mettons en perspective avec AIFM est plus ou moins important que vos pratiques actuelles ?

Benoît Sauvage

Le gap n'est conceptuellement pas important. Les deux textes sont extrêmement proches, chose qu'il est possible de voir au travers des documents qui circulent du côté de Bruxelles. Nous sommes dans cette idée de faire un copier/coller des règles AIFM pour UCITS V sur tout ce qui concerne les aspects techniques. Néanmoins ce qui nous tracasse est la volumétrie.

Aujourd'hui ce qu'il est possible de voir sur notre marché, c'est que nous avons trouvé pour les AIFM des solutions sur mesure pour des fonds spécialisés, avec des volumes moyennement importants. Demain cela risque d'être nettement plus compliqué notamment pour le *cash monitoring* par exemple, pour des fonds UCITS V comparativement à des AIFM investissant dans l'immobilier dont les transactions ont lieu une fois tous les mois. Là, nous aurons une transaction tous les jours, ce qui risque de demander plus d'efforts.

Nous aurons alors un gap de volumétrie pour pouvoir gérer des volumes de plus en plus importants.

Ce qui nous inquiète aussi, c'est que les textes de la Commission ne sont toujours pas sortis. Avec cette idée de séparation à l'intérieur d'un groupe, entre la société de gestion et le dépositaire, nous serons rassurés de voir que cette idée sera bien mise de côté, car elle présentera un challenge non négligeable pour l'industrie. Aujourd'hui plus nous attendons, plus il sera compliqué de se mettre en conformité puisqu'il nous faudra être prêts dans moins d'un an.

L'autre élément qui nous inquiète est cette notion d'indépendance des membres du comité de gestion, côté dépositaire et côté société de gestion. La notion d'indépendance peut aller très loin, c'est pour cela que nous attendons de la Commission qu'elle s'exprime à ce sujet, parce qu'autant l'interdiction intra-groupe asset management et dépositaire peut

être importante, autant cette idée d'aller vers un besoin d'indépendance absolue au niveau des dirigeants peut se transformer en problème pratique.

Nous interrogeons cette notion d'indépendance. Prenons l'exemple d'un ex-directeur à la retraite qui grâce à son expérience, est un gérant ou un intervenant important dans l'un des côtés, société de gestion ou dépositaire. Est-il vraiment indépendant s'il a travaillé 35 ans auparavant dans ce groupe-là ?

Il s'agit du genre de question pratique que l'on se pose aujourd'hui et qui sera relativement difficile à résoudre. Pour le reste, nous sommes raisonnablement positifs sur le fait que le texte évoluera dans la bonne direction.

Projet de règlement sur les fonds monétaires (MMFs)**Karima Lachgar**

Une autre initiative importante qui n'était pas nécessairement attendue et souhaitée par l'industrie et qui porte clairement le code génétique de l'interventionnisme réglementaire post-crise, c'est le projet de règlement sur les fonds monétaires dont le processus d'adoption a connu maints rebondissements. Benoît où en sommes-nous de ce projet ? Aurons-nous bien un texte final ?

Benoît Sauvage

Je suis luxembourgeois. C'est donc déjà un premier disclaimer sur le dossier. Je crois qu'au final l'opposition entre France et Luxembourg n'est pas tellement importante.

Le problème est que dans ce texte, l'émotivité et les aspects politiques ont joué à plein, ce qui nous met aujourd'hui face à un dossier complètement polarisé.

Le Parlement a pris position récemment pour présenter une solution totalement farfelue, indépendamment du background politique. Cela devient extrêmement complexe. Nous nous demandons s'il y a un marché à la fois côté investisseurs et côté émetteurs, et nous

Table ronde**Nouvelles réglementations européennes, Union des Marchés de Capitaux et financement de l'économie...
Quel rôle pour la gestion d'actifs ?**

nous retrouvons aujourd'hui avec des classifications de produits MMF encore plus compliquées qu'aux États-Unis.

Au niveau du Conseil, l'année passée a vu bon nombre de solutions émerger, notamment sous la présidence italienne. Depuis, silence radio.

La question que tout le monde se pose est alors : Maintenant que le Parlement a pris position, que va faire le Luxembourg ? Que fera-t-il en tant que pays pour avancer sur ce dossier ?

Philosophiquement, l'important pour nous est la qualité des produits, autant pour les investisseurs que pour les clients, le fait de proposer des solutions pratiques qui satisfassent le marché. Ces fonds utilisés sont un moyen de financement et de placement à court terme. Nous attendons alors de la réglementation qu'elle assure une qualité suffisante tant aux investisseurs qu'au niveau des sous-jacents, tout en évitant au maximum la complexité.

Lorsque nous analysons de façon plus précise la construction des deux grands modèles, ce que nous observons du côté Luxembourgeois, c'est qu'il y a autant d'investisseurs d'un côté que de l'autre et que donc il existe un besoin identique de part et d'autre tout à fait valable.

Projet de règlement sur les opérations de financement sur titres (SFT-R)**Karima Lachgar**

Un troisième texte post-crise qui va impacter l'industrie de la gestion d'actifs et dont on parle relativement peu sur la Place de Paris, je trouve, c'est le règlement sur la transparence des opérations de financement sur titres adopté dans le cadre du volet de réglementation internationale *shadow banking* (SFT-R). Je m'adresse donc à Julien Jardelot de la Commission européenne. À ce stade, qu'est-il important de retenir en termes de calendrier et de contenu de ce projet toujours en discussion ?

Julien Jardelot

Il est vrai que dès que nous parlons de reporting, c'est quelque part le parent pauvre du domaine financier. Nous l'avons vu avec EMIR où l'attention s'est focalisée sur le *clearing* et les techniques de gestion des risques plutôt que sur les aspects reporting. Merci donc de cette opportunité de parler de ce sujet...

D'où vient-on ? Nous venons des recommandations du FSB d'août 2013 sur le *shadow banking*. L'objectif étant pour les régulateurs d'apporter davantage de transparence sur les opérations de financement de titres (prêts de titres, pensions livrées...) qui permettent d'effectuer des opérations de refinancement, de transformation de maturité etc., que l'on regroupe sous le terme « *shadow banking* ».

Il est alors question de transposer certaines des recommandations du FSB et, parmi elles, les recommandations relatives à la transparence. L'approche de la Commission est de dire : Est-ce vraiment applicable au niveau européen ?

Trois principales obligations impacteront la gestion :

1- Le Reporting des securities financing transactions (mises en pension, opérations de prêts de titres) en utilisant les mécanismes déjà existants sous EMIR.

Sur ce point le timing est largement discuté, à la lumière de l'expérience EMIR et de la mise en œuvre assez difficile dont il a été question.

2- La transparence vis-à-vis des contreparties sur les opérations de réhypothécatation. Nous sommes en plein dans le reuse. Cela consiste simplement à dire : Nous souhaitons réutiliser vos titres, voici les risques attachés à ces opérations, mais aussi à le refléter dans la documentation juridique et les opérations.

3- La transparence via les documents d'information des fonds (OPCVM et AIF) visant à fournir de l'information sur les opérations sur titres effectuées par le fonds, ces documents d'information étant le prospectus

mais également les rapports annuels et semestriels.

Tout ceci est actuellement négocié. Les points les plus discutés sont :

- L'exception pour les contreparties des banques centrales : Faut-il reporter, comme dans EMIR, les opérations effectuées avec les Banques Centrales ?
- Doit-on étendre ce reporting aux entreprises d'investissement et aux sociétés cotées ?
- Faut-il attribuer un pouvoir important à la Commission ou plutôt à l'ESMA ?

Mais sur l'ensemble du texte, nous retrouvons une approche assez homogène de la Commission, du Parlement et du Conseil. Nous espérons donc une conclusion sous la présidence actuelle – présidence lituanienne, ce qui semble tout à fait réalisable sur ce dossier qui ne comporte pas de controverse majeure.

La date d'entrée en vigueur est un des sujets les plus discutés, pour avoir été régulateur au moment de l'entrée en vigueur d'EMIR, et pour avoir expérimenté ce point, j'en connais l'importance. Il est vrai que la proposition de la Commission est beaucoup plus flexible sur les entrées en vigueur qu'EMIR ne l'était. En principe, le Conseil et la Commission laissent 12 mois à l'industrie, dès l'instant que les standards techniques ont été fixés et que chacun sait ce qu'il doit reporter.

Cependant le parlement est plus « *pushy* » avec un délai qui serait davantage dans les 6 mois. Si nous faisons un planning, nous devrions tourner autour de mi-2017/fin 2017 pour l'obligation de reporting, un peu plus tôt vers fin 2016 pour la modification du prospectus et des documents d'information.

Projet de règlement sur les fonds européens d'investissement de long terme (ELTIFs)**Karima Lachgar**

Nous avons évoqué jusque-là quelques initiatives importantes mais qui dénotaient un

Table ronde**Nouvelles réglementations européennes, Union des Marchés de Capitaux et financement de l'économie...
Quel rôle pour la gestion d'actifs ?**

contexte assez pesant, je propose que nous adressions maintenant le sujet des ELTIFs qui a illustré la fin de mandat du Commissaire Barnier en lui donnant une coloration un peu plus positive. Je m'adresse à Éric Wohleber et à Éric Dérobert ; Concrètement, à quoi faut-il s'attendre avec ce nouveau label qui a été assez bien accueilli, du reste par l'ensemble des acteurs ?

Éric Wohleber

Au niveau global, il s'agit là d'une très bonne idée. Nous bénéficions déjà très largement du succès de UCITS en dehors de l'Europe. À titre d'illustration, une importante partie des flux en ETF provient d'Amérique Latine, d'Asie et du Moyen-Orient. Si demain AIFM et ELTIF permettaient le même succès, nous en serions évidemment enchantés.

Cela dit, lorsqu'un produit UCITS est commercialisé, il comporte à l'intérieur essentiellement des actions, des obligations... i. e. des actifs liquides dont le traitement est homogène. Dans le cadre d'ELTIF, le sous-jacent ne serait pas liquide, par exemple il pourrait être constitué de prêts à l'économie, de projets d'infrastructure ou d'actifs immobiliers.

Or le droit des créances comme le droit immobilier ne sont pas homogènes en Europe, cela signifie qu'un ELTIF aura du mal à investir sur des actifs de différents pays européens puisque ses actifs sous-jacents obéiront à des règles différentes. ELTIF supposera donc un important travail de standardisation et d'harmonisation du traitement juridique de ses sous-jacents potentiels, ce qui ne sera pas aisé. Nous pensons donc que le régulateur pourrait se pencher sur l'idée de la création d'un passeport d'actifs attribué aux futurs ELTIF afin de faciliter leur développement. Je parle bien ici du passeport des sous-jacents et pas du passeport de l'ELTIF qui devrait être couvert lui-même par AIFM.

Éric Dérobert

Je n'ai pas grand-chose à ajouter aux propos d'Éric Wohleber. En tant qu'asset servicer et banque dépositaire, notre raison d'être est

d'assister nos clients lorsque des opportunités de développement sont identifiées.

Nous pouvons espérer connaître une phase positive pour ce type de produits, sous l'effet conjugué de l'environnement de taux, des besoins de financement et de la volonté politique.

Des questions restent toutefois posées. Elles concernent notamment la stratégie de distribution de ces véhicules : quels sont les avantages à investir dans ce type de produits ? Comment apprécier les avantages et inconvénients de fonds fondamentalement fermés ?

Enfin, je partage l'avis exprimé sur la notion de complexité. Il faudra certainement que l'offre de produits soit plus claire en Europe et que chaque « enveloppe » réglementaire corresponde à un besoin et à un objectif identifiés.

Pour les fonds ELTIFs, le métier d'Asset Servicing répondra bien entendu présent pour accompagner le développement de ce nouveau sous-ensemble du monde AIF.

Livre vert Capital Markets Union**Karima Lachgar**

Merci Éric, Nous avons fait un rapide tour d'horizon des textes en discussion aussi je vous propose d'aborder la consultation en cours sur le Livre vert CMU. À cet égard, j'ai rappelé il y a quelques instants, que l'un des objectifs de la lettre de mission du Commissaire Hill est le passage en revue des textes adoptés sous la précédente mandature pour en évaluer l'impact. C'est un sujet qui est également repris dans le Livre vert CMU

France, dans le cadre de cet exercice de revue y a-t-il, pour l'AFIC, des sujets qui devraient être traités en priorité ?

France Vassaux-d'Azémar de Fabrigues

Vaste sujet. Tout d'abord, je remercie l'AFTI de nous avoir invités à participer à cette table

Concernant l'Union des Marchés de Capitaux (CMU), nous nous félicitons de l'initiative de la Commission européenne de nous consulter enfin sur la stratégie réglementaire européenne.

Nous avons connu ces dernières années une avalanche de textes réglementaires. Le slide présenté précédemment est éloquent et très clair. Il permet de donner une vision globale de l'ensemble des différentes démarches de régulation de la Commission européenne au cours de ces 5 dernières années. Nous pouvons ainsi dire qu'il y a eu à batailler sur différents sujets.

Les deux fils conducteurs de notre réponse portent sur :

1 - L'adéquation des mesures prises par la Commission européenne avec ses objectifs :

Nous avons constaté que cette avalanche réglementaire a intégré dans un même texte qu'est la directive AIFM différentes classes d'actifs : des *hedge funds*, l'immobilier, le capital investissement ainsi que la gestion classique. Nous avons vu également arriver d'autres règlements, la Commission européenne ayant réalisé effectivement, que pour le capital investissement, et en particulier le capital-risque, le traitement proposé n'était probablement pas le mieux adapté, et était en décalage par rapport à des gestionnaires de petite taille.

J'entends très bien ce qu'a dit tout à l'heure Mme Delamarche concernant les *hedge funds* qui n'ont aucune difficulté de commercialisation via le passeport. Ceci n'a rien d'étonnant puisqu'il s'agit d'un texte qui a été construit sur mesure pour les *hedge funds*, mais il se trouve que dans le capital investissement les choses sont très différentes. Nous rencontrons beaucoup de difficultés. Il y a un problème de cohérence lié aux régimes EuSEFs et EuVECas qui sont des règlements européens permettant à des investisseurs d'investir à hauteur de 100 000 euros sans être des clients professionnels.

Table ronde**Nouvelles réglementations européennes, Union des Marchés de Capitaux et financement de l'économie...
Quel rôle pour la gestion d'actifs ?**

Le seul problème est que le passeport AIFM n'est utilisable que pour des investisseurs clients professionnels, catégorie définie par MIF 1 et MIF 2.

Nous nous retrouverons donc dans une situation où si l'on fait un EuVECA en France, en souhaitant être commercialisé en dehors de la France et bénéficier d'un passeport, cette situation ne sera pas possible.

Il y a clairement des difficultés de cohérence entre les textes sur l'existence de régimes semi-professionnels que nous voyons dans d'autres pays comme l'Allemagne, où à hauteur de 200 000 euros il est possible d'investir dans un fonds d'investissement alternatif, dans un FIA. Ce régime-là n'est pas reconnu dans la directive MIF2.

2 - Le capital investissement avec des fonds fermés

Une autre difficulté rencontrée se pose dans le cas du capital investissement avec des fonds fermés pendant une période assez longue. Lorsqu'un investisseur institutionnel nous confie son argent, la situation est différente, comparée à celle des UCITS qui sont des fonds ouverts et où l'investisseur peut partir quand il veut. Dans le cas des fonds fermés, l'investissement est bloqué pendant 10 ans, ce qui relève d'un investissement à long terme.

Pendant la période de souscription, dans un premier temps, avant que les investisseurs institutionnels s'engagent à souscrire dans le fonds, ils vont regarder avec attention le règlement du fonds et négocier mot à mot son contenu. Il ne s'agit pas d'un contrat d'adhésion.

Par conséquent, lorsqu'il y aura une demande de notification de passeport, elle se fera sur la base le plus souvent d'un projet de règlement. Nous ne sommes pas du tout dans le même mode de fonctionnement qu'un simple UCITS, la difficulté que nous avons sur le capital investissement est que la mise en place du passeport produit destiné aux investisseurs, et aux clients professionnels n'est pas adaptée à la réalité de l'activité.

Karima Lachgar

Justement du côté de BlackRock qui couvre un spectre très large, y a-t-il un constat similaire à celui de l'AFIC s'agissant de la nécessité de revenir sur certaines dispositions adoptées lors de la précédente mandature ?

Éric Wohleber

Je ne vais pas entrer dans le détail de cette spécificité-là. Globalement, lorsque nous nous projetons dans l'avenir en parlant de Capital Market Union - 2019 -, nous nous interrogeons sur les guidelines que nous aimerions voir.

La préoccupation de BlackRock, dans le cadre de la CMU, est de remettre l'investisseur au centre du débat en partant du fait que le vrai capital, c'est l'investisseur.

Plus précisément, il faut reconnaître qu'avec une lecture locale d'une législation européenne complique la tâche des professionnels certes mais entraîne surtout un coût qui est répercuté à l'investisseur. Je pourrais vous citer de nombreux exemples, même si la France n'est pas particulièrement un mauvais élève. Nous aimerions donc que la CMU favorise la standardisation et l'homogénéisation des règles en Europe. Nous aimerions aussi que l'Union des Marchés de Capitaux favorise l'émergence d'une meilleure transparence dans les produits et les solutions d'investissement proposés, comme au niveau du conseil en investissement.

D'une manière plus générale, nous pensons qu'une bonne réglementation est une réglementation qui comprend les articulations entre le producteur de la solution (par exemple le gérant d'un fonds), son distributeur (par exemple un contrat d'assurance-vie) et celui qui l'a conseillée (par exemple un CGP). Nous nous retrouvons trop souvent dans des cas où les 3 acteurs obéissent à des réglementations différentes.

Prenons un exemple simple : Les fonds de droit français UCITS, ont depuis 2007 connu une décollecte quasi continue. D'un autre côté, les fonds dédiés institutionnels de droit français

(aujourd'hui FIA) ont, sur la même période, connu 7 années de collecte positive. Nous pourrions en conclure que le FIA est devenu un label reconnu et que son succès est dû à ses caractéristiques propres. Ce n'est malheureusement pas le cas, car dans la réalité, les assureurs français ne peuvent investir que dans des FIA de droit français et ont donc favorisé cette enveloppe plutôt que les autres. On voit bien ici qu'il ne s'agit pas du tout d'une réglementation « positive » de l'Asset Management, mais que le succès des FIA de droit français provient simplement d'un biais de la réglementation assurance !

En se projetant, c'est bien cela que nous voulons éviter demain.

Karima Lachgar

Parmi les textes sur lesquels nous AFTI, avons proposé un travail de réécriture dans le cadre de CMU, figure EMIR. Je souhaite profiter de la présence de Julien pour faire un point sur l'élaboration du rapport d'évaluation d'EMIR et savoir s'il y a éventuellement des orientations ou des dispositions qui seront revues.

Julien Jardelot

Oui nous avons des orientations définies par EMIR et qui nous imposent de revoir certaines dispositions de la réglementation. Je pense notamment au champ d'application sur les garanties bancaires mais également à l'efficacité des marges à éviter toute « procyclicité » etc.

Il est très important de cadrer la revue d'Emir, au regard de deux points :

1 - Le premier est que c'est un rapport : l'ESMA va produire un rapport à la Commission européenne et la Commission va à son tour produire un rapport au Conseil et au Parlement européens. C'est donc un abus de langage que de parler de revue d'Emir, parce qu'il s'agit bien d'un rapport.

2 - Deuxièmement, la revue ne pourra pas par définition être extensive puisque les obligations centrales d'EMIR (*clearing* et marges)

Table ronde**Nouvelles réglementations européennes, Union des Marchés de Capitaux et financement de l'économie...
Quel rôle pour la gestion d'actifs ?**

ne sont pas encore entrées en vigueur. La Commission a organisé une consultation publique le 29 mai à Bruxelles et d'ici-là nous prévoyons de publier un papier qui devrait encadrer les débats, en prenant en compte le fait que les deux principales obligations d'EMIR ne sont pas entrées en vigueur à savoir l'obligation de *clearing*, et les marges pour les dérivés non clearés pour lesquelles le calendrier international a été modifié.

Donc une revue complète d'EMIR : oui, mais qui prendra en compte le fait que certaines obligations ne sont pas entrées en vigueur, ce qui rend difficile la prise en compte de certains aspects. Je le répète : hearing le 29 mai à Bruxelles, l'industrie française a besoin d'être représentée. Venez nombreux.

Karima Lachgar

En synthèse dans le cadre de vos contributions au Livre vert, quels sont les grands messages politiques que vous souhaitez faire passer ?
Éric Wohleber, je sais que BlackRock promeut par exemple la mise en place d'un "digital Investment passport..."

Éric Wohleber

Nous avons parlé tout à l'heure du passeport d'actifs pour les ELTIF, toujours dans cette logique de standardisation et d'homogénéisation. Si nous nous plaçons du point de vue des clients particuliers, il est vrai que les banques et les producteurs de solutions sont amenés à produire des reporting très importants, et c'est dans ce cadre-là qu'avec d'autres, nous avons pensé créer un passeport d'investissement pour le client particulier - sur la base du volontariat, c'est-à-dire un client qui accepterait de mettre des informations standardisées dans un reporting, avec un passeport qui apporterait toutes les informations requises, dans tous les pays, en évitant de répéter les mêmes choses à chaque fois qu'on veut acheter un nouveau produit ou lors de tout changement d'établissement.

Il s'agit là d'une réelle volonté de simplification qui prend aujourd'hui toute sa place dans la discussion.

D'une manière plus générale, nous souhaitons que la CMU contribue à renforcer le rôle des marchés de capitaux dans le financement de l'économie européenne. Sous réserve d'instaurer une concurrence véritablement loyale et d'offrir un réel choix entre différentes options de financement (crédit bancaire, valeurs mobilières et titres de créance émis sur des marchés réglementés, et d'autres formes de financement non bancaires), les entreprises européennes auront tous les moyens à leur disposition pour choisir le financement mixte sur mesure le plus apte à répondre à leurs besoins.

France Vassaux-d'Azémar de Fabrigues

Je serai rapide. Dans le fil directeur que j'ai évoqué tout à l'heure concernant les objectifs de l'Union des Marchés de Capitaux avec la mise en place d'une réglementation européenne, nous avons un point assez significatif, qui est la mise en place de la taxe sur les transactions financières européennes en projet d'adoption par 11 états sur 28. En vous rappelant que parmi les 11 états, ne font pas partie le Royaume-Uni ni le Luxembourg.

Nous sommes assez étonnés de la manière dont ces régimes sont mis en place. Nous savons que la fiscalité a des effets parfois pervers. Dans le capital investissement, la partie fiscale est particulièrement bien maîtrisée. C'est pour nous un sujet d'incohérence entre les objectifs poursuivis car on ne peut faire une Union des Marchés de Capitaux si certains pays au sein de l'Union bénéficient d'un régime particulier et d'autres, qui occupent une position importante n'en bénéficient pas. Nous devons tous avoir les mêmes règles du jeu avec une taxe sur les transactions financières qui devrait être mise en place à une échelle internationale, avec une vraie volonté du G20, ce qui n'est pas encore le cas aujourd'hui.

Karima Lachgar

Benoît, du côté du marché Luxembourgeois, votre position sur le projet de taxe sur les transactions financières est assez proche de

celle défendue par les acteurs de l'industrie française j'imagine ?

Benoît Sauvage

Ce texte nous paraît complètement à l'opposé d'une stimulation des marchés de capitaux.

Nous pouvons certainement réfléchir à une taxe sur les transactions financières, l'idéal serait qu'elle soit au niveau global, mais il semblerait que ce ne soit pas encore pour demain. À l'heure actuelle, au niveau européen, c'est l'un des plus gros freins au projet CMU.

Je retiens cependant deux autres commentaires. Bien que n'ayant pas l'expérience de certains participants dans ce panel vis-à-vis des autorités européennes, j'ai néanmoins expérimenté trois commissions différentes, trois projets différents, parmi eux les projets Barnier et nous arrivons à ce nouveau projet aujourd'hui.

Je dirais que chaque Commission a établi son plan d'action dans un mode « Big Bang » pour tout révolutionner. Jusqu'à maintenant, cela s'est concentré sur la stabilité et la protection des clients à un niveau extrême où ils sont finalement submergés dans un océan d'informations.

Cependant, force est de constater l'attitude positive à travers laquelle la Commission manifeste une réelle volonté de faire de la CMU, un changement d'état d'esprit.

Ce ne sont pas tellement les propositions, parce que le rôle de la Commission est de créer des textes, des réglementations, des projets etc. C'est plutôt un changement d'attitude, une perception qui risquent au fil des 5 années pendant lesquelles les projets seront mis en œuvre, d'être impactés par les États membres, le Parlement... en reprenant l'image de tout à l'heure : partir d'un petit grain de sable et se retrouver avec une catastrophe. L'enfer est pavé de bonnes intentions...

Aujourd'hui donnons du crédit à la Commission, car c'est un projet ambitieux qui adresse un certain nombre de points judicieux bien qu'il manque clairement d'une certaine

Table ronde

**Nouvelles réglementations européennes, Union des Marchés de Capitaux et financement de l'économie...
Quel rôle pour la gestion d'actifs ?**

forme de cohérence.

Maintenant, si nous prenons la CMU en regard de ce qui a été créé les années précédentes, en tant qu'association bancaire, je me poserais la question : Quelle est la place de la banque et quels sont les métiers de la banque dans les prochaines années ?

Nous étions soumis à la réglementation CRD qui impose un certain nombre de contraintes :

- La Banking Union
- Le projet de séparation de banque d'investissement et banque commerciale
- La montée en puissance des services financiers via des outils digitaux
- ...

Et aujourd'hui les banques sont orientées vers un financement de marché parce que leur activité de crédit a été fortement contrainte

par la réglementation.

Nous nous interrogeons alors :

- Quel est le rôle des banques en tant qu'opérateurs clé de l'économie ?
- Comment vont-elles s'intégrer ?
- Quels sont les services qu'elles pourront redessiner dans les prochaines années pour continuer à être le premier partenaire de l'économie ?

Pour un large spectre d'entreprises, les banques resteront le premier partenaire, mais elles sont aujourd'hui dans la nécessité d'évoluer.

La CMU représente pour nous un changement d'approche et un plan stratégique de revue du positionnement des banques, au regard de la réglementation qui a évolué et des technologies qui sont de plus en plus utilisées.

Éric Dérobert

En ce qui concerne le dossier CMU, je souhaiterais oser dire que nous attendons de la CMU de savoir, aussi, de temps en temps ne pas écrire, ne pas légiférer.

Des pistes sont parfois tracées, dans les différentes contributions adressées à la Commission, pour analyser et éliminer les « grains de sable » qui sont autant de freins à l'union des marchés. Si cette approche peut être, parfois, légitime je crois qu'il faut aussi que la Commission ne s'engage pas dans une démarche « d'harmonisation pour l'harmonisation ».

Nous entrons en effet dans une période sous-tendue par l'espoir et l'objectif du retour

**Esprit et idées directrices
du Livret vert CMU**

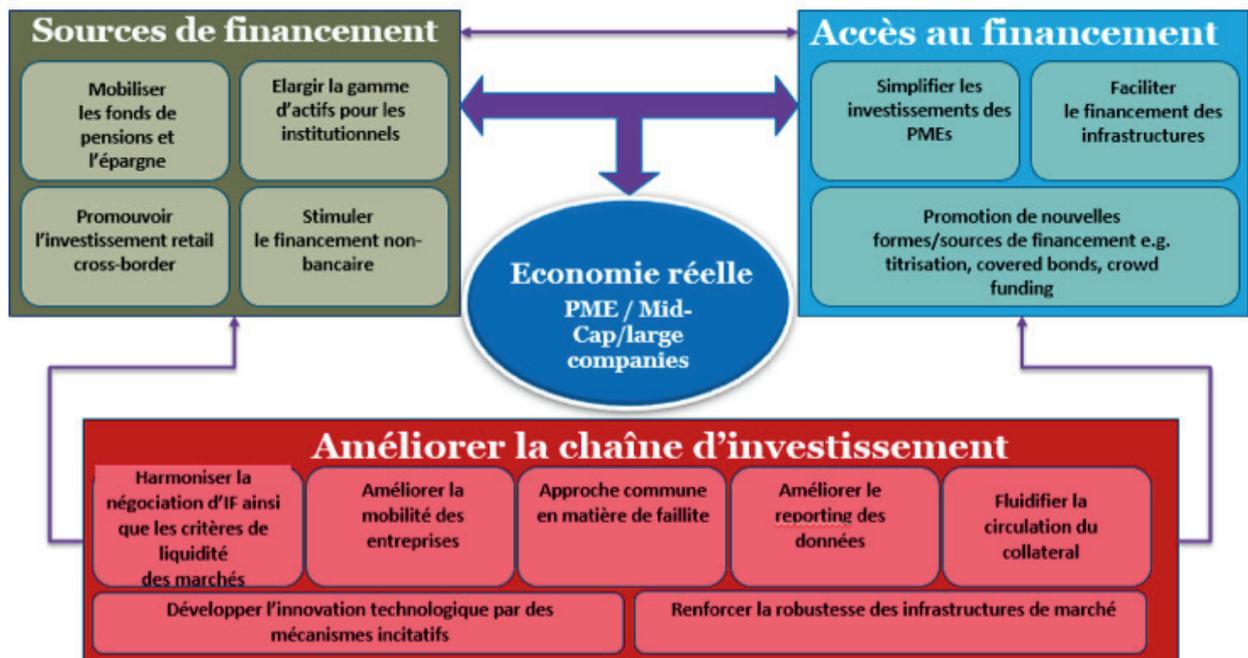


Table ronde**Nouvelles réglementations européennes, Union des Marchés de Capitaux et financement de l'économie...
Quel rôle pour la gestion d'actifs ?**

d'une croissance significative. Les initiatives de la Commission ne doivent donc pas pouvoir être vécues comme une source potentielle d'instabilité. Elles devront être ciblées et correspondre à un vrai besoin.

En conclusion, nous sommes reconnaissants à la Commission de consulter les acteurs. Notre vœu est bien évidemment qu'elle prenne en compte nos contributions.

Julien Jardelot

Justement ce point de la régulation revient dans diverses interventions. Cette nouvelle Commission ne compte pas réguler pour

réguler, et cela n'a jamais été le cas. Nous avons dû répondre à une crise et encadrer certaines pratiques. Nous entrons dans une ère nouvelle, avec un commissaire plus libéral, qui rappelle en cela Charlie Mc Creevy et qui ne veut réguler que si cela est justifié et nécessaire. L'objectif est de réduire la charge administrative quitte à rouvrir certains textes ici et là, mais le but n'est en aucun cas de produire de la législation. Vous verrez ce que produira cette Commission.

Karima Lachgar

Merci à tous pour votre participation. Je vous propose de laisser la parole à Paul-Henri de la

Porte du Theil pour la conclusion. ■

Conclusion

Paul-Henri
de la Porte du TheilPrésident,
AFG

À titre personnel, mais c'est peut-être le cas pour vous aussi, je serai volontiers resté sur la dernière phrase qui était une conclusion merveilleuse.

Si ce qui a été dit est vrai et si les choses se produisent de cette façon-là, c'est-à-dire si un arrêt de la réglementation et même un retour en arrière avec une volonté de détricoter ce qui est inutile, c'est absolument merveilleux, nous pouvons tous nous embrasser.

Je voudrais rajouter quelques mots de conclusion. Tout d'abord vous remercier, vous saluer, et remercier l'AFTI de nous donner l'occasion de conclure cette matinée, c'est d'autant un plaisir qu'entre la gestion et les dépositaires, c'est une vieille histoire commune.

À 90 % nos intérêts sont alignés et les dossiers que nous regardons ensemble le montrent. Je pense à ceux que j'ai en tête :

- UCITS V : Nous avons évoqué la problématique de l'indépendance du dépositaire et de la société de gestion au sein d'un même groupe. Il est évident que nos intérêts sont alignés, et que, n'en déplaise à ce qui a été dit, nous sommes en train de mettre en place de la réglementation pour le plaisir intellectuel de quelques-uns. Ce sujet est là encore, le fruit des questions que se posent des hommes en chambre et qui n'ont pas lieu d'être.
- La question des fournisseurs de données : Il s'agit là d'un sujet sur lequel nous devons nous pencher. Il y a peu de fournisseurs de données financières dans le monde, beaucoup d'entre eux sont Américains - c'est un euphémisme - et il convient de se pencher sur le poids qu'ils ont et de la façon dont ils utilisent ce surpoids. Tout ce qui relève du marquage des ordres, des questions de format des informations au porteur, sont des sujets sur lesquels nous avons avancé

mais sur lesquels il faudra encore continuer.

Oui nous sommes alignés à 90 % mais il y a des choses qui ne sont pas encore parfaites :

- La convention dépositaire : Cette convention dépositaire existe en théorie, mais pose encore en pratique quelques problèmes : Il faut faire attention à la force que donne en France, le petit nombre de dépositaires face au grand nombre de sociétés de gestion.

Un petit message en guise de transition pour parler d'un sujet sur lequel l'alignement des intérêts entre dépositaires et sociétés de gestion n'existe pas vraiment. C'est un sujet bruxellois : La question du passeport dépositaire.

- Le passeport dépositaire, s'il apporte de la concurrence entre les dépositaires, les sociétés de gestion auront du mal à voir cette idée comme à exclure.

C'est en ce sens que j'exprime le souhait de voir s'équilibrer les rapports entre les uns et les autres.

À 90 % les intérêts sont alignés. Je parle d'un alignement structurel et non d'un alignement des planètes. Un alignement structurel des intérêts sur la durée, ce qui signifie que ce qui est bon pour le dépositaire est bon pour la société de gestion, pareillement dans l'autre sens.

Je m'interroge alors : Qu'est ce qui est bon pour les sociétés de gestion en ce moment ? Nous avons l'impression que l'horizon s'éclaircit et que nous pouvons retrouver un regain d'optimisme.

Le Livre vert, l'idée de l'Union des Marchés de Capitaux sont des ouvertures tout à fait intéressantes et tout à fait positives. Les idées

de la Commission le sont tout autant.

De la même façon, en France, vous avez lu comme moi la tribune du ministre de l'économie dans « le Monde » il y a peu, et vous avez vu combien il appelle de ses vœux une relance de l'épargne financière longue et à risque. Il souligne les mesures prises à cet effet, le PEA/PME, la moindre taxation des distributions d'actions gratuites. On ne peut que l'inciter à aller dans ce sens-là et y aller avec encore plus d'énergie car l'idée est bonne.

Il souligne une deuxième idée : il faut que les institutionnels donnent plus d'importance dans leur allocation d'actifs à tout ce qui est long et à risque.

Troisième axe de cette tribune : de l'art de présenter un intérêt circonstanciel et concret en intérêt général, collectif et global : Je parle des droits de vote double. Dans ce domaine-là, l'État est juge et partie et est en conflit d'intérêts avec lui-même.

Nous retiendrons les deux premiers axes, qui sont les plus utiles.

Le problème est que s'il n'y avait que cela, nous pourrions nous embrasser à la sortie de la salle, optimistes, positifs, ravis, mais comme toujours, il y a le côté obscur de la force.

Du côté de la Commission, il y a une tendance à la schizophrénie, et à la bipolarisation qui réside dans la mise en place d'une Union des marchés de capitaux, parallèlement à la mise en œuvre de directives et mesures allant exactement dans le sens inverse. Je pense à MIFID, les mesures qui limitent l'analyse financière dans les sociétés de gestion sont des mesures qui vont pénaliser l'investissement dans les PME et les ETI.

Les mesures Solvency 2, même si tout le monde s'efforce actuellement de les limiter,

Conclusion

vont dans le sens inverse de ce qui a été dit par la Commission et par le Ministre.

Les mesures mises en place sont contradictoires avec les volontés ou les axes exprimés dans le Livre vert. C'est un vrai sujet : Sommes-nous simplement dans la phase de transition, dans le tournant où on a du mal à finir la phase 1 et passer à la phase 2 ? Cela est possible. Mais il est toujours très dangereux d'accélérer et freiner à la fois, surtout sur une route un peu glissante.

Le deuxième problème est qu'il y a des éléments totalement contradictoires et schizophréniques dans les mesures prises en France. Nous pensons à la taxe sur les transactions financières européenne, avec la France qui pousse à la mise en place de cette taxe, et qui a relancé le débat en début d'année sur les bases de ce qui avait été dit dans le projet européen c'est-à-dire assiette large et taux faibles. Il y a là une contradiction et un problème.

C'est bien le rôle accru donné aux sociétés de gestion pour financer les entreprises et créer des emplois qui va être recherché et atteint. À ce moment-là, nous pourrions parler d'optimisme et continuer à penser que les dépositaires et les sociétés de gestion connaîtront des jours merveilleux.

Merci à tous. ■

Spécial Amphi

Périodique édité par l'AFTI.

ISSN 2428-0801



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

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

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