

L'industrie de la gestion d'actifs à l'heure de l'entrée en vigueur de la directive OPCVM V

En partenariat avec



Sommaire

Éditorial	1
<i>Éric DÉROBERT, Président de l'AFTI</i>	
OPCVM 5 : contexte et enjeu de la transposition	2
<i>Alexis DUPONT, Adjoint au Bureau FINENT1, Direction générale du Trésor</i>	
Les enjeux de la transposition de la directive OPCVM V	4
<i>Xavier PARAIN, Secrétaire général adjoint en charge de la Direction de la gestion d'actifs, Autorité des marchés financiers (AMF)</i>	
OPCVM V ou l'occasion de dégager des synergies avec d'autres réglementations	7
<i>Servane PFISTER, Senior manager, Deloitte Conseil</i>	
Table ronde	10
<i>animée par</i>	
<i>Stéphanie SAINT-PÉ (Déléguée générale, AFTI)</i>	
<i>Intervenants :</i>	
<i>Michèle BESSE (Directeur du contrôle dépositaire, Société Générale)</i>	
<i>Frédéric BOMPAIRE (Affaires publiques, Amundi)</i>	
<i>Arnaud CLAUDON (Responsable Fonction dépositaire France – Responsable mondial du Contrôle dépositaire, BNP Paribas Banque Privée)</i>	
<i>William MARGOLINE (Directeur financier, juridique et des risques, CM-CIC AM – Directeur général adjoint, CM-CIC Gestion)</i>	
<i>Amina OULMI (Product manager, Caceis)</i>	
Conclusion	15
<i>Éric PINON, Vice-président, Association française de la gestion financière – AFG</i>	

Éditorial

Si la bonne connaissance de notre réglementation fait partie de l'ADN de l'AFTI, une des principales missions de l'AFTI est de diffuser cette connaissance, en réunissant les meilleurs experts.

Cet Amphi de l'AFTI, organisé en partenariat avec l'Association française de la gestion financière (AFG), en est l'illustration. Il est consacré à une valeur sûre, partagée depuis 1985, qui en est à sa cinquième version : la directive OPCVM. Nul besoin de rappeler qu'il s'agit d'une directive fondamentale pour le marché et pour la gestion d'actifs en particulier.

Il n'aura donc échappé à personne que, le 18 mars dernier, a été mise en œuvre – « implémentée » comme il est souvent dit ou « transposée » pour être plus précis – la directive actuelle. Nous accueillons pour en parler la Direction générale du Trésor et de l'Autorité des marchés financiers (AMF) avec lesquels les membres de l'AFTI travaillent quotidiennement. Nous verrons également dans quelle mesure il est possible de trouver des synergies avec d'autres réglementations afin de les mettre en place de la façon la plus efficace possible. Nous donnerons ensuite la parole aux membres de l'AFTI au cours d'une table ronde avant qu'Éric Pinon, vice-président de l'Association Française de la Gestion financière (AFG), ne vienne clore cette riche matinée. Que tous les intervenants soient remerciés pour leur contribution. ■

Éric Dérobert
Président de l'AFTI

OPCVM 5 : contexte et enjeu de la transposition

Alexis Dupont

Adjoint au Bureau FINENT1,
DIRECTION GÉNÉRALE DU TRÉSOR

La directive OPCVM V est une directive technique qui correspond à un enjeu fondamental pour les déposataires européens, les sociétés de gestion et le marché français. À cet égard, comme le fera sans doute FROG, le groupe de Place lancé par l'Autorité des marchés financiers (AMF) et l'Association française de la gestion financière (AFG) pour une plus grande compétitivité des fonds français à l'international, il est important de rappeler les atouts des déposataires français qui sont les moins chers d'Europe. C'est un atout considérable qu'il ne faut pas négliger.

La directive OPCVM 5 se présente comme l'un des derniers textes du « paquet législatif Barnier » sur la stabilité financière ; soit un ensemble de mesures élaboré dans un contexte de post-crise financière qui est désormais arrivé à maturité. Pour les régulateurs et les superviseurs, il s'agit de la fin d'un cycle de nouvelles mesures. Toutefois, cette perception peut être différente de celle des professionnels qui voient se profiler la mise en œuvre de ces dernières. La directive OPCVM V a été publiée le 28 août 2014 avec une date limite de transposition en droit français fixée au 18 mars 2016 pour une pleine entrée en application à l'horizon 2018. C'est dans ce contexte que le Parlement a autorisé le Gouvernement à procéder à la transposition de cette directive par voie d'ordonnance dans le cadre de la loi du 30 décembre 2014 portant diverses dispositions d'adaptation de la législation au droit de l'Union européenne en matière économique et financière. Les travaux législatifs ont abouti à la publication de l'ordonnance modifiant le cadre juridique de la gestion d'actifs qui procède à la transposition des mesures d'ordre législatif de la directive, le 18 mars 2016. La mission est donc accomplie même s'il reste quelques points en suspens du côté des régulateurs et des superviseurs et un travail de mise en œuvre par les acteurs du marché.

Si la directive OPCVM V est un texte relativement économe en termes de volume, ses impacts pour les acteurs du marché sont, quant

à eux, très importants. Nous sommes en présence d'une directive qui représente en effet quelques pages d'amendements par rapport à la directive OPCVM IV d'une certaine façon, dans la directive OPCVM V tout à la fois rien ne change et tout change. Elle ne modifie rien à la plupart des règles issues de la directive OPCVM IV qui constituent l'essentiel des dispositions figurant dans le Code Monétaire et Financier. En revanche, plusieurs points fondamentaux connaissent des modifications avec trois enjeux principaux. Premier sujet, le régime dépositaire qui n'avait pas été actualisé depuis 1985, avec une mise à niveau de la protection des épargnants au moins équivalente à celle déjà opérée dans le cadre de la directive AIFM pour les fonds d'investissement alternatifs (FIA). Ensuite, les politiques et les pratiques de rémunération, avec, également un alignement des dispositions sur celles déjà applicables en vertu d'autres directives comme la directive AIFM. Enfin, le régime des sanctions administratives est harmonisé au niveau européen avec les dispositions applicables en matière de sanctions. D'une façon générale, un principe a inspiré les travaux de transposition menés avec l'AMF. Il s'agit d'une mise à niveau sur des dispositions semblables applicables en vertu de la directive AIFM avec parfois, des divergences ponctuelles qui peuvent exister entre les deux directives. Celles-ci sont pour l'essentiel justifiées par le caractère grand public des OPCVM par rapport aux FIA. Ce principe a guidé les travaux de transposition sur le régime dépositaire avec trois points importants parmi les modifications apportées par la directive OPCVM V : la clarification des missions du dépositaire, l'encadrement de la réutilisation des actifs et les critères d'éligibilité à la fonction de dépositaire.

En ce qui concerne les politiques et les pratiques de rémunération, le principe d'harmonisation avec des dispositions existantes trouvent pleinement à s'appliquer, avec des ajustements ponctuels tels que la fréquence de réexamen de la politique de rémunération qui est un point de divergence entre les directives OPCVM V et AIFM. Mais, pour l'essentiel, les dispositions

sont très semblables. Il est important de rappeler dans le contexte actuel qu'à l'époque des négociations, de nombreux échanges sur ce sujet, notamment avec le Parlement européen, avaient fait ressortir très clairement la volonté du législateur européen de trouver un traitement spécifique pour le monde de la gestion d'actifs, de la gestion pour compte de tiers, sans nécessairement chercher à calquer les dispositions sur celles qui trouvaient à s'appliquer dans d'autres secteurs.

En ce qui concerne le régime des sanctions administratives, l'habilitation au Gouvernement exclut explicitement de son champ le régime des sanctions qui sera transposé en même temps que les régimes de sanctions issus des directives MIF 2 et Transparence comme du « paquet européen » sur les Abus de marché (MAR/MAD). Par ailleurs, il est utile de rappeler que le régime français actuel de sanction est loin d'être une feuille blanche. Beaucoup de choses existent déjà. Avoir une exigence d'équité au niveau européen, c'est-à-dire un traitement égal de l'ensemble des acteurs, constitue l'enjeu réel de ce volet de la directive.

Le travail de transposition a été très largement guidé par la volonté qui a été exprimée à plusieurs reprises par le ministre des Finances et des Comptes publics, Michel Sapin, d'éviter autant que possible les « surtranspositions » de directives, c'est-à-dire d'éviter d'aller au-delà de ce qui est strictement imposé par le cadre européen. Nous sommes ainsi parvenus à un texte aussi proche que possible de celui de la directive, dont l'enjeu est celui de la compétitivité de la Place de Paris tout en ayant à l'esprit le souci de la protection des investisseurs. Par ailleurs, nous nous sommes attachés à faciliter le travail des acteurs en faisant le choix de conserver les formulations retenues lors de la transposition de la directive AIFM lorsqu'elles étaient identiques ou similaires à celles issues d'OPCVM V. Nous avons donc harmonisé chaque fois que cela était possible les dispositions afin de limiter les interrogations juridiques. Le texte de l'ordonnance, qui est au demeurant relativement court,

OPCVM 5 : contexte et enjeu de la transposition

est très proche de celui de la directive, mis à part les dispositions portant sur l'outre-mer. Au-delà des modifications législatives, une grande partie des mesures de transposition relève par parallélisme des choix faits lors de la transposition de la directive AIFM avec sa traduction dans le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Tous ces travaux ont été menés en partenariat avec les services de l'AMF. Ils ont également fait l'objet de consultations et d'échanges avec les acteurs de Place.

Dans le cadre de cette transposition, deux points d'attention ont fait l'objet de nombreux échanges avec le Conseil d'État. Il s'agit tout d'abord de la notion « d'organe de direction » puis des nouvelles conditions d'éligibilité à la fonction dépositaire.

Se trouve en effet dans la directive OPCVM V une définition générique de la notion « d'organe de direction » relativement complexe à lire puisqu'elle a été construite sur l'idée de trouver une définition qui convienne aux vingt-huit États membres qui ont autant, sinon plus, de formes juridiques possibles. Elle emporte des conséquences assez nombreuses pour les sociétés de gestion et les dépositaires. Un certain nombre d'obligations en matière d'honorabilité, de compétence pèse sur cet organe de direction mais aussi d'indépendance entre la société de gestion et le dépositaire, un des sujets les plus controversés dans le cadre des discussions sur le règlement délégué. La solution retenue dans l'ordonnance est là encore un texte proche de celui de la directive afin d'éviter tout risque de « surtransposition », qui

permettra de faire face sereinement aux débats qui ne manqueront pas de survenir au niveau européen sur l'interprétation de cette définition. Sur le fond, le ou les organes de directions au sens de la directive ont été identifiés pour les formes de sociétés françaises.

Dans les discussions européennes sur le règlement délégué, l'un des enjeux principaux associé à cette notion « d'organe de direction » fut les obligations en matière d'indépendance. Beaucoup de débats ont eu lieu avec la Commission européenne et nos homologues européens sur cette notion « d'indépendance » avec deux options : une première option avec une séparation capitalistique des dépositaires et des groupes qui étaient totalement inacceptable pour de nombreux acteurs et en particulier, pour le marché français et une seconde option avec une indépendance des organes de direction, portée par la Commission européenne. C'est finalement cette seconde option qui a été retenue. Nous ne pouvons collectivement qu'être satisfaits du choix de cette option permettant de conserver un modèle français performant.

La directive OPCVM V est très précise et apporte des nouveautés en matière des conditions d'éligibilité à la fonction dépositaire. Le choix retenu dans l'ordonnance de transposition est celui d'une liste limitative d'entités éligibles en ouvrant la porte, outre à la Banque de France et à la Caisse des Dépôts et Consignations, aux établissements de crédit, aux succursales d'établissements de crédit ayant leur siège social dans un État membre de l'Union européenne

établies sur le territoire français qui exercent leur activité de dépositaire dans les mêmes conditions que les établissements de crédit, et aux entreprises d'investissement qui doivent faire l'objet d'une procédure d'agrément prévue par la directive OPCVM V et définie dans le cadre de l'ordonnance de transposition. Cette procédure d'agrément spécifique est proche de celle des prestataires de services d'investissement, soit un agrément délivré par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) après approbation du programme d'activité par l'AMF. Enfin, dans la mesure où, pour pouvoir exercer l'activité de dépositaire d'OPCVM, les établissements de crédits et les entreprises d'investissement devront être teneurs de comptes-conservateurs cela implique un accord de l'AMF sur le cahier des charges.

La directive OPCVM V prévoit une période transitoire jusqu'en 2018. Une transposition en ligne avec la directive a été retenue. Les dispositions prévues par la directive OPCVM V s'appliquent dès le 16 mars 2016. Cependant, les OPCVM existants, qui ont désigné en tant que dépositaire un établissement qui ne satisferait pas aux nouvelles exigences, ont jusqu'au 18 mars 2018 pour se mettre en conformité.

La transposition du volet sur les sanctions doit encore être finalisée. Le règlement délégué entrera en application à l'automne prochain. À ce jour, l'essentiel du travail concerne donc les acteurs qui doivent se préparer et familiariser les membres des conseils d'administration avec les nouvelles règles concernant l'indépendance. ■

Les enjeux de la transposition de la directive OPCVM V

Xavier Parain

Secrétaire général adjoint en charge de la Direction de la gestion d'actifs,

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS (AMF)

La directive OPCVM V est entrée en application le 18 mars 2016. Contrairement à la directive AIFM qui a profondément bouleversé le cadre réglementaire applicable en matière de gestion d'actifs, la directive OPCVM 5 n'est qu'un « patch » de la directive OPCVM 4, qui ne s'en trouve donc pas réformée en profondeur. Elle traite de trois volets principaux : le régime des dépositaires d'OPCVM, la rémunération des sociétés de gestion de portefeuille d'OPCVM et les sanctions applicables.

Ainsi, les sociétés de gestion déjà agréées au titre de la directive OPCVM IV n'auront pas à solliciter un nouvel agrément auprès de l'AMF pour se conformer à la directive OPCVM V.

La directive OPCVM V a été complétée par des textes de niveau 2 et de niveau 3 venant préciser. En effet, l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) a publié des orientations sur les rémunérations le 31 mars 2016. Les États membres disposeront de deux mois, une fois l'étape de la traduction réalisée, pour intégrer ces orientations dans leur droit national. Ce texte apporte d'ores et déjà toutes les précisions en matière de rémunérations sur lesquelles les sociétés de gestion peuvent commencer à travailler. Ces dernières vont devoir mettre à jour leur programme d'activité afin d'y inclure leur politique de rémunération et déposer un dossier sous la forme d'une fiche A1 auprès de l'AMF.

En ce qui concerne les obligations des dépositaires, le règlement délégué, texte de niveau 2, a été publié au Journal Officiel de l'Union Européenne le 24 mars 2016. Ce règlement délégué, d'application directe, ne requiert aucun travail législatif de transposition en droit français et entrera en application le 13 octobre 2016. Toutes les règles sont donc aujourd'hui connues.

Enfin, de nombreux textes sur les sanctions applicables existent déjà en droit français. Les exigences prévues en matière de sanctions seront introduites dans le projet de loi Sapin II

qui fixe, outre le plafond actuel de 100 millions d'euros, un second plafond équivalent à 15 % du chiffre d'affaires annuel pour les sociétés de gestion. L'enjeu principal de la directive OPCVM V était une harmonisation au niveau européen des règles en matière de sanctions avec, pour les États membres, des possibilités similaires de sanctionner les sociétés de gestion dans leur activité, de façon à supprimer des opportunités des arbitrages réglementaires.

L'ESMA a publié une liste de questions et réponses (Q&A) dont la dernière mise à jour date du 1er février 2016. C'est un outil important qui n'est pas repris en droit français puisqu'il ne s'agit pas ici de doctrine, mais qui livre des informations sur les conditions d'application de la directive OPCVM. Elle apporte des précisions utiles, par exemple sur les modalités de mise à jour de la documentation réglementaire.

La directive AIFM a été ainsi été transposée en droit français tant sur le plan législatif que sur le plan réglementaire, c'est-à-dire dans le Règlement Général de l'AMF. La doctrine de l'AMF a également été mise à jour. Enfin, l'instruction AMF n° 2011-19 relative aux procédures d'agrément, à l'établissement d'un DICI et d'un prospectus et à l'information périodique des OPCVM a été modifiée pour intégrer deux points : l'information relative aux dépositaires, la liste des délégués et sous délégués et l'information relative à la politique de rémunération. Une nouvelle instruction, (n° 2016-01) relative aux procédures d'agrément des dépositaires a été adoptée. Elle précise les modalités d'agrément des dépositaires ayant le statut d'entreprises d'investissement et le contenu du cahier des charges des établissements de crédit et succursales d'établissement de crédit dépositaires d'OPCVM ainsi que les modalités de transmission et le processus d'approbation par l'AMF de ce dernier. Notons également que l'AMF a souhaité accompagner au mieux les acteurs de la Place de Paris dans la mise en œuvre de la directive OPCVM V. A ainsi été

élaboré un guide à l'attention des utilisateurs. Ce guide a vocation à répondre aux principales interrogations que les professionnels pourraient se poser en ce qui concerne l'application des nouvelles règles ; il pourra être actualisé avec des éléments qui viendront compléter le cadre européen.

En conclusion, OPCVM V n'a pas vocation à réformer en profondeur les dispositions de la directive OPCVM IV. Il ne concerne spécifiquement que trois points : la fonction du dépositaire, les politiques de rémunération et les sanctions. Il vise à harmoniser les règles avec celles introduites par la directive AIFM, transposée en droit français en juillet 2013. Les dispositions issues de la directive OPCVM IV ne sont donc pas remises en cause, notamment en ce qui concerne le volet « produits ». Les règles d'éligibilité des actifs au sein des OPCVM ou encore les ratios d'investissement, la possibilité d'élargir la liste des actifs éligibles aux matières premières, indices... n'ont pas été modifiées (cela avait pu être suggéré par la Commission européenne à un moment donné). Le label OPCVM est aujourd'hui un label bien établi et compris par les investisseurs que ce soit en Asie ou en Amérique latine. Il représente un atout pour la compétitivité de l'Europe et nous sommes de l'avis que son renforcement récent peut désormais ouvrir la voie à une période de stabilisation.

Nouvelles missions du dépositaire

Le périmètre des entités éligibles à la fonction de dépositaire a été clarifié. Il s'agit essentiellement des établissements de crédit et de quelques entreprises d'investissement. Les sociétés d'assurance, qui dans la pratique n'exerçaient pas le métier de dépositaire ont été exclues. En revanche, les succursales françaises d'un établissement de crédit ayant son siège social dans un État membre de l'Union européenne ou dans l'Espace économique européen, peuvent être habilitées à exercer le métier de dépositaire sous

Les enjeux de la transposition de la directive OPCVM V

réserve de respecter les mêmes contraintes que les établissements français.

La directive OPCVM a en outre intégré des exigences supplémentaires pour les dépositaires dans un but de protection des investisseurs.

Soulignons notamment que la réutilisation des actifs conservés par le dépositaire pour son compte propre est interdite. Il s'agit d'interdire toute opération que ce dernier pourrait effectuer sur les actifs de l'OPCVM. En revanche, elle reste permise, si elle a lieu pour le compte de l'OPCVM, si elle est réalisée sur instruction de la société de gestion de l'OPCVM, si elle profite à l'OPCVM et est effectuée dans l'intérêt des porteurs, et si elle fait l'objet d'une couverture au moyen de collatéral.

Les nouvelles missions du dépositaire d'OPCVM (garde des actifs, absence de réutilisation des actifs, suivi des liquidités) sont déjà bien connues des dépositaires puisqu'elles viennent s'aligner sur celles des dépositaires de FIA. D'ailleurs, un certain nombre d'entre eux ont anticipé la directive OPCVM V et ont déjà mis en œuvre ces mesures techniques. En revanche, certains points vont au-delà des dispositions de la directive AIFM (dans une optique de meilleure protection des investisseurs grand public, cible de clientèle des OPCVM). C'est par exemple le cas de la notion « d'organe de direction » introduite par la directive OPCVM V, et des règles d'indépendance entre la société de gestion et le dépositaire, qui constituent un point d'attention.

Le dégroupement des organes de direction s'impose à l'ensemble des sociétés de gestion et des dépositaires qu'ils appartiennent ou non à un groupe. Toutes les sociétés de gestion, même les sociétés de gestion entrepreneuriales, vont devoir veiller à ce qu'aucun membre de leur organe de direction ne soit membre de l'organe de direction du dépositaire, à ce qu'aucun membre de leur organe de direction ne soit salarié du dépositaire et à ce qu'aucun salarié de la société de gestion ne soit membre de l'organe de direction du dépositaire. Les sociétés de gestion et les dépositaires appartenant à un groupe devront nommer en plus des admi-

nistrateurs indépendants en nombre suffisant. Cela doit être fait au niveau de l'entité régulée, qu'il s'agisse de la société de gestion ou du dépositaire. Les impacts ne sont toutefois pas négligeables et les délais sont contraignants car le règlement délégué ne prévoit pas de période de transition. Le « dégroupement » devra donc être effectif pour le 13 octobre 2016.

Le régime applicable aux dépositaires

Pour les dépositaires, la principale urgence porte sur le cahier des charges. L'Autorité des marchés financiers a publié une instruction¹ précisant le contenu de ce cahier des charges qui doit intégrer des éléments sur l'organisation de l'activité, les moyens humains, les outils et les procédures à mettre en place. Les dépositaires sont déjà conformes aux normes techniques mais nous attendons dans ces cahiers des charges encore plus d'informations sur les procédures qui sont mises en place.

Les dispositions du règlement délégué s'appliqueront à tous les dépositaires le 13 octobre 2016. En ce qui concerne la phase de transition, les dépositaires doivent s'engager à remplir leurs missions conformément à la directive OPCVM V, bien que l'intégralité des dispositions (suivi des liquidités) ne sera formellement obligatoire qu'à compter du 13 octobre 2016.

L'AMF n'exige pas une mise à jour de l'ensemble des conventions dépositaire pour le 13 octobre 2016 mais une bonne pratique de mise à jour avant mars 2018. À la différence de la directive AIFM, le règlement délégué est d'application directe. Il s'impose donc aux dépositaires qui devront agir conformément à la directive OPCVM V, alors même que toutes les conventions dépositaire ne sont pas mises à jour.

Les politiques de rémunération

Il s'agit, dans ce cas également d'un alignement des dispositions sur celles de la directive AIFM, sous réserve de la fréquence de revue de la politique de rémunération, des modalités de report du paiement de la part variable et de la composition du comité de rémunération. Compétence a été donnée à l'Autorité euro-

péenne des marchés financiers (ESMA) pour arrêter les mesures relatives à la rémunération sous forme d'orientations. Ces orientations ont été publiées en anglais le 31 mars 2016. Elles reprennent les critères généraux qui sont déjà connus des sociétés de gestion.

Rappelons que la Place de Paris, a su trouver des schémas de rémunération dans le cadre de la directive AIFM, il n'y a donc pas de raison qu'il en soit autrement pour la directive OPCVM V. L'Autorité des marchés financiers publiera sa doctrine correspondant aux orientations de l'ESMA.

Le point important à noter concerne la période d'application des nouvelles règles : elles seront applicables pour l'exercice 2017, c'est-à-dire pour les primes à distribuer en 2018.

Quelques par rapport à la directive AIFM doivent être relevées : La fréquence de revue de la politique de rémunération devient annuelle, au minimum, pour les sociétés de gestion d'OPCVM, alors qu'elle n'était que « régulière », selon la directive AIFM. Cette fréquence annuelle est néanmoins demandée dans les orientations de l'ESMA relatives aux politiques de rémunération applicables aux gestionnaires de FIA.

Le report du paiement de la rémunération variable est fixé à trois ans minimum, contre trois à cinq ans, pouvant être raccourci selon le cycle de vie du FIA, selon la directive AIFM. Dans la pratique, la période de report y est toutefois souvent de trois ans, conformément à l'exemple donné par l'ESMA dans ses orientations.

La composition du comité de rémunération doit intégrer des représentants du personnel.

Le point réellement nouveau concerne les obligations de transparence vis-à-vis des investisseurs qui n'existaient pas dans la directive AIFM. Le prospectus, le document d'informations clés pour l'investisseur (DICI) et le rapport annuel devront intégrer des éléments de la politique de rémunération. Le délai de publication a été clarifié par l'ESMA lors la mise à jour de sa liste de questions et réponses (Q&A) en février 2016.

¹ Information post réunion : Instruction DOC-2016-01 du 19 avril 2016.

Les enjeux de la transposition de la directive OPCVM V

La politique de rémunération sera intégrée via une fiche A1 dans le programme d'activité afin de s'assurer que celle-ci est conforme aux attentes du régulateur : Il s'agit une procédure plus légère que celle utilisée dans le cadre de la directive AIFM.

Transparence sur les politiques de rémunération

Dans le rapport annuel

La directive OPCVM V prévoit de fournir une information plus détaillée dans le rapport annuel que celle imposée par la directive AIFM,

avec une nouveauté : toute modification de la politique de rémunération adoptée doit être mentionnée. L'Autorité des marchés financiers a échangé avec l'Association Française de la Gestion financière sur les éléments quantitatifs et qualitatifs à intégrer dans le rapport annuel ainsi que les niveaux de granularité. Il s'agit de fournir des données agrégées et non-individualisées mais complètes. Des précisions seront apportées par les associations professionnelles.

Dans le prospectus (nouveau)

Les sociétés de gestion ont le choix entre des options : soit une description détaillée de la

politique de rémunération actualisée, soit un résumé de ces éléments avec un renvoi, en clair, vers leur site Internet pour les détails. Il ne fait aucun doute que cette seconde option sera la plus utilisée.

Dans le DICI (nouveau)

Le document d'informations clés pour l'investisseur (DICI) devra également intégrer un lien vers le site Internet de la Société de Gestion.

Tout ceci peut être réalisé de manière très fluide. Les sociétés de gestion peuvent d'ores et déjà anticiper ces mises à jour ou attendre 2018 pour un certain nombre de fonds. ■

OPCVM V ou l'occasion de dégager des synergies avec d'autres réglementations

Servane Pfister

Senior manager,

DELOITTE CONSEIL

Nous sommes aujourd'hui à la fin d'un cycle de textes réglementaires qui entreront en application d'ici 2018. Après les avoir abordés de façon indépendante, il est peut-être opportun de prendre de la hauteur pour essayer de voir comment créer des synergies entre eux.

Nous disposons donc d'un abondant corpus de textes réglementaires. Toutefois, on constate une volonté de plus en plus tangible d'harmonisation des différentes réglementations, un développement des systèmes d'information et des outils d'aide à la mise en œuvre de ces réglementations et des modifications profondes dans l'organisation des différents acteurs du fait de ces diverses réglementations.

Ce peut être une source d'opportunités d'aborder les sujets de façon transversale et non réglementation par réglementation. C'est aussi l'occasion de favoriser une plus grande collaboration entre les divers départements, de rationaliser les organisations et de faciliter les contrôles. Lorsque des dépositaires harmonisent leur processus de traitement des fonds, qu'il s'agisse de FIA ou d'OPCVM, cela participe déjà à cette rationalisation qu'il est sans doute temps de faire aujourd'hui.

Parmi les sujets qui viennent à l'esprit, le premier est la rémunération du personnel que nous retrouvons dans les directives OPCVM et AIFM, la directive MIF, la directive sur les exigences de fonds propres (CRD), la directive portant sur la distribution en assurance (IDD) et la dernière consultation de l'Autorité européenne bancaire (ABE) sur la commercialisation des services bancaires.

Le deuxième sujet, la rémunération des tiers, ne se retrouve pas dans la directive OPCVM V mais il avait fait l'objet de l'ajout d'un paragraphe dans sa version précédente. C'est évidemment le sujet phare de la directive MIF 2. Il s'agit également d'un sujet que nous retrouvons dans plusieurs réglementations et notamment dans

la directive IDD au travers de la rémunération du personnel avec laquelle on le confond parfois. Le troisième sujet, l'information du client sur le produit, présent dans de nombreuses réglementations, nécessite de s'interroger sur les informations à fournir aux clients.

Le quatrième sujet, la réutilisation des avoirs, encadrée par plusieurs directives, est à rapprocher de celui des divers reportings sur les transactions. Si ce dernier sujet n'est pas abordé dans la directive OPCVM V, il est à lire en parallèle avec le règlement sur la transparence des opérations de financement sur titres (SFTR) qui impose une information et une transparence sur la réutilisation des titres reçus en garantie. La mise en œuvre des différents reportings, issus de la directive MIF et des règlements EMIR et SFTR, peut donc être source de rationalisation d'autant plus qu'elle nécessite des développements informatiques importants.

Toutes ces réglementations, entreront en application selon un calendrier qui s'échelonne jusqu'en 2018. Il n'est pas inutile de se poser la question de savoir dans quelle mesure il est possible de trouver des synergies entre toutes ces réglementations afin de les mettre en place de la façon la plus efficace possible.

Rémunération du personnel: doit-on ou peut rationaliser?

Quelles sont les différentes réglementations en matière de rémunération du personnel qui vont s'appliquer dans un groupe constitué d'une banque, d'un assureur voire d'une société de gestion de gestion? Tout d'abord, la dernière consultation de l'Autorité européenne bancaire (ABE) s'applique à la banque qui fournit des services bancaires. La directive MIF s'applique non seulement à la banque mais aussi à la société de gestion dès lors qu'elle fournit des services d'investissement. Les directives OPCVM V et AIFM s'appliquent à la société de gestion pour son activité de gestion collective. Enfin, la directive IDD s'applique à l'assureur et aux intermé-

diaires en assurance que sont éventuellement les banques et les sociétés de gestion. Si l'on s'intéresse uniquement à la société de gestion, quatre réglementations en matière de rémunération du personnel s'appliqueront donc.

Toutes ces réglementations couvrent l'ensemble des activités mais avec des degrés de technicité différents. Dès lors, la question se pose de la pertinence d'une harmonisation avec un alignement sur le plus disant ou d'un maintien de trois ou quatre régimes pour une même entité. L'existence de régimes relativement proches entre la consultation de l'ABE, de la directive MIF et de la directive IDD milite en faveur d'une harmonisation entre ces derniers.

Concernant les obligations de transparence en matière de rémunération vis-à-vis du client, nous pouvons relever des différences entre les réglementations. L'information dont bénéficiera le client dépendra non seulement du type de produit qu'il va souscrire mais aussi du type de canal utilisé pour sa souscription.

En matière d'information, il convient néanmoins de différencier la politique de rémunération du producteur et celle du distributeur.

Politique de rémunération du producteur

Même s'il existe quelques différences, la directive OPCVM V et la directive AIFM imposent d'intégrer des informations qualitatives et quantitatives sur le détail de la politique de rémunération du personnel à la fois dans le prospectus, dans le DICI et dans le rapport annuel afin de maintenir une certaine cohérence entre les deux directives. Concernant les OPCVM, les orientations de l'ESMA prévoyaient également la publication d'informations complémentaires dans un disclosure report (à vérifier si cette disposition a été maintenue dans la version définitive publiée le 31 mars 2016).

Le règlement sur les produits d'investissement

OPCVM V ou l'occasion de dégager des synergies avec d'autres réglementations

(PRIIPs), seul règlement transversal qui couvre l'ensemble des produits d'investissement, ne prévoit pas une information sur la politique de rémunération des producteurs. Nous pouvons cependant espérer que les débats qui se poursuivent encore aujourd'hui, conduisent à permettre un alignement avec une information ex ante, à l'instar du DICI. Pour les contrats d'assurance vie, il semble que ne soit prévue qu'une seule information sur le personnel de l'assureur, ex ante uniquement et plutôt en ce qui concerne son rôle de distributeur.

En résumé, un porteur de parts d'un fonds aura un certain nombre d'informations qualitatives et quantitatives détaillées sur la politique de rémunération pratiquée par le producteur. Pour les fonds logés dans un contrat d'assurance vie, il n'aura qu'une information assez partielle et peu d'information sur les autres produits d'investissement.

Politique de rémunération du distributeur

Lorsqu'un client va souscrire un contrat d'assurance vie, il bénéficiera d'une information sur la nature de la rémunération perçue par le personnel de l'assureur ou de l'intermédiaire en assurance conformément à la directive IDD. En revanche, lorsqu'il souscrit un fonds via un conseil en investissement sur instruments financiers, il n'aura pas d'information sur la politique de rémunération des conseillers, pourtant encadrée par la directive MIF.

Ces informations disparates conduiront les sociétés de gestion qui proposent des services de gestion collective, des services de conseils en investissement et des services d'intermédiation en assurance, à repenser leur communication vis-à-vis de leurs clients en fonction des canaux de souscription et des produits proposés. Elles devront également former leurs réseaux de distribution et faire preuve d'imagination pour rendre cette communication cohérente.

Rémunération des tiers: vers un régime harmonisé

Un examen de la directive IDD, permet de constater une forme de confusion entre la rémunération du personnel de l'assureur et celle de l'intermédiaire en assurance.

En matière de rémunération des tiers, il existe des degrés d'encadrement disparates. Pour les services d'investissement, la directive MIF encadre la rémunération des tiers ainsi que l'information client sur cette rémunération. S'agissant de la directive MIF ou de la directive OPCVM V, il est important de rappeler que l'on fait référence à l'ensemble des rémunérations, qu'elles soient versées ou perçues. Par ailleurs, la directive IDD impose également des informations sur la façon dont l'intermédiaire en assurance est rémunéré.

Dans ce cas également, il est nécessaire de revoir le business model et la gestion des rétrocessions pour les services d'investissement, de repenser la cohérence avec les services d'intermédiation en assurance ou d'organiser la distribution en silo et, probablement de réinventer la relation client sur l'ensemble de ces canaux.

Synthèse

Quelles sont donc les informations relatives aux rémunérations, commissions, coûts et charges à fournir lorsqu'un client souscrit un contrat d'assurance vie ? Une information sur la nature de la rémunération perçue par le personnel de l'assureur ou de l'intermédiaire dans le cadre du contrat d'assurance et, en cas de souscription d'un fonds, une information sur la politique de rémunération de l'asset manager au travers des documents réglementaires. Et, une information sur l'ensemble des coûts et frais y compris ceux payés par des tiers, prévue par la directive MIF mais aussi par la directive IDD. Pour les intermédiaires en assurance uniquement, cette dernière directive prévoit également une information sur les commissions perçues.

Dans le cadre d'un conseil en investissement sur instruments financiers, aucune information n'est à fournir sur la politique de rémunération des conseillers. Rappelons que celle-ci est néanmoins encadrée par la directive MIF. En cas de souscription d'un fonds, les documents réglementaires intègrent une information sur la politique de rémunération de l'asset manager. Et, le reporting sur les coûts et les charges, incluant les commissions versées par les tiers, doit être fourni. La production de ce dernier représente l'un des plus importants chantiers de la directive MIF.

Information des clients sur les produits

Le règlement sur les produits d'investissement (PRIIPs) ne couvre pas tous les types d'instruments qui peuvent être proposés à des clients. Il contribue cependant à une certaine harmonisation et standardisation de l'information à donner aux clients. Il intègre une partie des exigences de la directive MIF 2 qui ne sont pas actuellement dans le DICI, notamment sur le comportement du produit, mais avec un décalage de mise en œuvre qui pourrait poser problème.

Même si les producteurs de fonds ne seront concernés qu'à partir de 2019, le règlement PRIIPs est un chantier prioritaire pour répondre non seulement aux exigences de la directive MIF mais aussi à celles des assureurs qui seront, quant à eux, concernés dès 2017.

Pendant la période de transition, les clients, qui souscriront un fonds logé dans un contrat d'assurance vie, disposeront ainsi d'informations différentes par rapport aux clients qui auront souscrit le même fonds via un conseil en investissement sur instruments financiers.

Tout ceci imposera nécessairement des mises à niveau de la production des informations et une révision des procédures de production des DICI pour une mise en conformité avec la directive OPCVM V.

Réutilisation des actifs

Au-delà de l'encadrement et des accords contractuels qu'implique la réutilisation des avoirs, deux sujets sont importants : l'information des clients et le reporting.

Au niveau du règlement SFTR, existe une volonté d'harmonisation des obligations en matière de reporting avec celles du règlement EMIR. Ce n'est en revanche pas le cas en ce qui concerne les obligations du règlement MIFIR. Ces trois règlements devront être mis en œuvre d'ici 2018 et peuvent donner lieu à une rationalisation et à une efficacité des processus d'élaboration.

Dans le prospectus des fonds, nous retrouverons donc, outre un résumé de la politique

OPCVM V ou l'occasion de dégager des synergies avec d'autres réglementations

de rémunération (OPCVM V) et lorsque cela entrera en vigueur, une information sur l'utilisation des opérations visées par Securities Financing Transactions Regulations et une présentation des risques liés à la réutilisation d'un instrument financier en vertu d'un contrat de garantie

Dans le rapport semestriel et annuel du fonds, seront reprises des informations quantitatives et qualitatives sur la politique de rémunération ainsi que des informations sur l'utilisation des SFT.

Il faudra probablement clairement prévoir dans les années à venir des modifications de ces documents. Il faudra également s'assurer de leur mise à jour et mettre à niveau les processus de leur production. Les travaux en cours viendront préciser les bonnes pratiques devant être adoptées.

En ce qui concerne les reportings aux autorités, il semble utile de tenter de capitaliser sur les trois reportings que sont EMIR, MIFIR et SFTR car ils contiendront très certainement des informations communes. Cela pourra conduire à des synergies en matière de développements infor-

matiques à mettre en place pour la collecte, la mise à niveau des systèmes d'information et l'organisation des processus d'élaboration de ces reportings.

En conclusion, la directive OPCVM V ne constitue pas une transformation en profondeur, une révolution dans la façon de travailler des acteurs. En revanche, une fois arrivés au terme d'un processus réglementaire, il est probablement temps de prendre du recul et d'analyser ces évolutions selon une approche transversale, qui se substituerait à une mise en œuvre « en silo ». ■

Table ronde

animée par

Stéphanie Saint-Pé (Déléguée générale, **AFTI**)

Intervenants :

Michèle Besse (Directeur du contrôle dépositaire, **SOCIÉTÉ GÉNÉRALE**)

Frédéric Bompaire (Affaires publiques, **Amundi**)

Arnaud Claudon (Responsable Fonction dépositaire France – Responsable mondial du Contrôle dépositaire, **BNP PARIBAS BANQUE PRIVÉE**)

William Margoline (Directeur financier, juridique et des risques, **CM-CIC AM** – Directeur général adjoint, **CM-CIC GESTION**)

Amina Oulmi (Product manager, **CACEIS**)

Stéphanie Saint-Pé : Dans un premier temps, revenons sur la directive OPCVM V avec un point de vue des professionnels. Quelle est votre opinion sur cette actualité ?

Frédéric Bompaire : Il s'agit de parler de façon pragmatique de notre ressenti mais, auparavant, je souhaite commencer mon propos en partant de la périphérie. En guise d'introduction, je voudrais faire deux remarques sur les deux sujets que sont les rémunérations et les sanctions.

Les rémunérations : Rappelons que Sven Giegold, député européen allemand et membre de l'Alliance 90/Les verts, avait proposé de rediscuter les règles relatives aux commissions variables dans le cadre des débats sur la directive OPCVM V. Une proposition finalement rejetée mais qui montre bien qu'il fait rester vigilant. Dans la perspective d'OPCVM VI, nous sommes également d'accord pour dire qu'il n'y a pas d'urgence à tout changer.

La seconde remarque concerne les sanctions. L'approche européenne correspond à une volonté d'harmonisation. On ne peut que s'en réjouir lorsqu'il s'agit d'une égalité de traitement entre l'ensemble des acteurs au sein des États membres. Mais l'idée qui prévaut maintenant chez les législateurs européens, c'est une harmonisation avec un texte de référence qui a été négocié dans un cadre donné, celui des abus de marché (MAD/MAR). Or, il s'agit ici d'abus de marché, c'est-à-dire d'opérations frauduleuses pouvant entraîner des sanctions pénales dans les cas les plus graves, alors que dans la directive OPCVM, on est face à des manquements qui sont quelquefois d'ordre purement administratif. Nous sommes donc

inquiets non seulement de cette propension à avoir une vision globale en matière de sanctions mais aussi de l'instauration, outre le plafond actuel de 100 millions d'euros, d'un second plafond équivalent à 15 % du chiffre d'affaires pour les sociétés de gestion et le groupe auquel elles appartiennent (loi Sapin II).

William Margoline : Ce qui est visé par la directive OPCVM V, c'est bien une harmonisation au niveau européen et cela nous semble effectivement être positif. Le point important est que cette directive n'est pas vécue comme une révolution mais plutôt comme une harmonisation avec la directive AIFM. Elle vise notamment à renforcer la protection des investisseurs en imposant une vigilance accrue à l'égard des dépositaires, ce qui ne va pas changer fondamentalement nos relations avec ces derniers. Sur la politique de rémunération, nous constatons en effet peu de novation par rapport à la directive AIFM.

Stéphanie Saint-Pé : Rien n'a donc vraiment changé ?

Michèle Besse : Il est vrai que la directive OPCVM V s'inscrit dans la continuité de la directive AIFM. On y retrouve des sujets comme le suivi des liquidités (cash monitoring), le contrôle de la propriété et la tenue de registre ainsi que les obligations de ségrégation. La directive AIFM avait mis en place une ségrégation au niveau des fonds d'investissement alternatifs (FIA). Nous connaissons donc ce qu'on peut appeler une « quatrième masse » dédiée aux OPCVM.

Les dépositaires voient se renforcer, - leurs obligations de due diligence en ce qui concerne

la sélection de leurs sous-conservateurs, afin de vérifier que ceux-ci sont conformes aux exigences de la nouvelle directive.

Ainsi, s'il est admis que la directive OPCVM V n'est pas une révolution pour les dépositaires français, quelques nouveautés apparaissent toutefois. À titre d'exemple, aucune décharge de responsabilité contractuelle ne peut être mise en place avec un sous-conservateur et le traitement de la notion de l'indépendance entre la société de gestion et le dépositaire est également encadré.

Stéphanie Saint-Pé : Un Product Manager, partage-t-il cette opinion et considère-t-il également que ce sont des éléments qui se surajoutent sans pour autant tout révolutionner ?

Amina Oulmi : Il n'y a effectivement pas de révolution dans la façon de travailler, particulièrement en France. En revanche, nous anticipons des impacts dans d'autres pays où les processus mis en place sont différents.

En ce qui concerne le cash monitoring, tous les processus et outils nécessaires ont été mis en place. Il s'agit donc d'ajouter les OPCVM au périmètre de contrôle déjà mis en œuvre pour les fonds d'investissement alternatifs (FIA).

Enfin, en tant que Product Manager, nous sommes en relation avec les clients, des sociétés de gestion qui sont impactées par la nouvelle directive. Celles-ci peuvent nous avoir délégué la gestion administrative ou juridique de leurs OPCVM et dans ce cas, nous serons amenés, par exemple, à les assister dans la mise à jour de leurs prospectus, sans pour autant que cela révolutionne nos façons de travailler.

Table ronde

Stéphanie Saint-Pé : Quels sont les impacts de la directive OPCVM V sur la convention dépositaire ?

Michèle Besse : Comme cela avait été fait avec la directive OCPVM IV puis avec la directive AIFM, Les experts de l'AFTI mettent actuellement à jour notre modèle de Place de la convention dépositaire, en collaboration avec l'Association Française de la Gestion financière (AFG). Nous mettrons à profit de cette mise à jour pour redéfinir, par exemple, la notion de réutilisation des actifs en rappelant ce qu'il est possible de faire pour les OPCVM et les FIA. Nous souhaitons présenter au régulateur et à l'ensemble des acteurs français un modèle finalisé pour la fin juin 2016. C'est un objectif ambitieux mais réalisable.

Stéphanie Saint-Pé : la directive OPCVM V modifie-t-elle le mode de fonctionnement interne des dépositaires ?

Arnaud Claudon : Il ne faut pas minimiser les impacts de la directive OPCVM V qui s'inscrit, en effet, dans le prolongement de la directive AIFM.

Pour ce qui est de la supervision, les impacts sont plutôt chez les dépositaires hors de France. Concernant le régime des sanctions en France, nous avons, chez BNP Paribas, pris soin de remettre à plat, dans un dialogue avec nos clients, la manière dont nous structurons tous nos processus d'escalade et de suivi des résolutions afin de s'assurer que tout cela soit réalisé de la façon la plus documentée et la plus disciplinée possible.

Pour le cash monitoring, la directive OPCVM V n'apporte, comme il a été déjà dit, aucune nouveauté mais plutôt un alignement des dispositions sur celles applicables aux fonds d'investissement alternatifs (FIA) en vertu de la directive AIFM. Il s'agit donc essentiellement d'une montée en puissance industrielle. En ce qui nous concerne, nous avons fait le choix avec nos clients qui ont mis en place les flux d'informations en temps voulu, d'être prêts dès le 18 mars 2016. Moins parce qu'il est difficile de gérer deux régimes sur le plan opérationnel mais plus parce que nous souhaitons n'avoir ne courir aucun risque réglementaire, passer cette

étape et pouvoir nous focaliser sur autre chose. Le premier impact concernant la garde des actifs (safekeeping), est la création d'une « quatrième masse » pour les actifs des OPCVM avec la migration de dizaines de milliers de positions qu'il a fallu effectuer avec nos clients et la mise en place de dispositifs de contrôle, dans la durée, du bon respect de cette ségrégation tout au long de la vie des fonds. Mais là encore, rien de nouveau par rapport à la directive AIFM, si ce n'est un élargissement du périmètre.

Le deuxième impact résulte des précautions que doivent prendre les dépositaires pour s'assurer au travers d'opinions juridiques indépendantes que le cadre juridique et la jurisprudence dans chacun des marchés d'investissement des OPCVM, garantissent la bonne restitution des actifs en cas de faillite d'un sous-conservateur. Ceci constitue une nouveauté qui a nécessité une vraie réflexion opérationnelle et qui entraîne des modifications de procédures pour les dépositaires.

Pour les autres actifs que sont les autres instruments (dérivés, instruments monétaires), nous sommes déjà familiarisés, en France, avec la vérification de la propriété et la tenue des registres des positions. Cette nouvelle dimension, introduite par la directive AIFM, a posé concrètement, chez BNP Paribas, des enjeux opérationnels pour minimiser les impacts sur les sociétés de gestion, pour ce qui est de l'interaction manuelle de collecte de confirmations, par exemple. Nous avons profité de ce projet pour revoir notre façon de travailler avec notamment des plateformes conçues dans le cadre du règlement EMIR pour le matching de produits dérivés OTC, de manière à automatiser la décharge de nos obligations sous l'angle de la garde de ces instruments n'entrant pas dans le champ de la conservation.

Enfin, toujours concernant la garde des actifs, une disposition qui n'a pas son équivalent dans la directive AIFM, fait obligation aux dépositaires de fournir un inventaire consolidé des actifs à la société de gestion. Celle-ci induit la mise en place de processus opérationnels adaptés pour organiser la production de ces rapports.

Stéphanie Saint-Pé : Finalement pas de révo-

lution mais un important travail d'ajustement et d'élargissement des processus pour les dépositaires. Qu'en est-il pour les sociétés de gestion ?

William Margoline : Nous avons identifié un certain nombre de chantiers de nature et d'ampleur différentes à mener concernant au moins deux des trois thèmes (car pour les sanctions, nous espérons ne pas en avoir...).

Sur les rémunérations, l'objectif est de s'inscrire dans la continuité de ce qui a été réalisé dans le cadre de la directive AIFM en harmonisant la politique de rémunération pour l'ensemble des produits, qu'il s'agisse de FIA ou d'OPCVM. Nous devons revoir la composition du comité de rémunération pour y intégrer un ou plusieurs représentants du personnel. Un premier chantier qui va déboucher sur une mise à jour du programme d'activité afin d'inclure la politique de rémunération (fiche A1). On ne peut que remercier l'Autorité des marchés financiers (AMF) de ne pas avoir à solliciter un nouvel agrément. C'est certes facilitateur mais il faudra néanmoins aller jusqu'au bout de la démarche et intégrer ce point.

En ce qui concerne la convention dépositaire, je confirme, en tant que président de la commission Infrastructures et Prestataires de l'Association Française de la Gestion financière (AFG), qu'une mise à jour de cette convention pour juin 2016 est un objectif ambitieux mais tout à fait réaliste. Il faudra ensuite décliner cette convention-cadre avec les différents dépositaires.

Un autre chantier est la révision éventuelle des organes de direction au regard des nouvelles règles d'indépendance imposées par la directive OPCVM V. Nous disposons de six mois pour analyser les différentes composantes des organes de direction des sociétés de gestion et des dépositaires.

L'ajustement des pratiques de gestion est le quatrième chantier à mener sous deux angles : le premier, la réutilisation des actifs et le second, l'intégration dans les circuits internes de la société de gestion des impacts de la ségrégation, notamment dans les instructions de règlement/livraison afin d'avoir une vision très ordonnée de celles-ci.

Table ronde

Le cinquième et dernier chantier est celui de la communication avec une mise à jour des prospectus, des documents d'informations clés pour l'investisseur (DICI) et des rapports annuels. Un travail à effectuer même si nous pouvons, là aussi, remercier les autorités d'avoir simplifié cette mise à jour en permettant l'intégration d'un lien vers le site Internet.

Voilà les principaux chantiers qui ont été identifiés.

Stéphanie Saint-Pé: Frédéric, partagez-vous cette vision des choses ?

Frédéric Bompaire: Tout à fait, et ces points sont loin d'être négligeables. On a tendance à considérer qu'il n'y a qu'une phrase à ajouter renvoyant vers un site Internet pour connaître les détails. Ce qui peut sembler simple en théorie, ne l'est pas nécessairement dans la pratique. Le DICI est un document standardisé dont le format est commun à tous les acteurs non seulement dans son contenu mais aussi dans sa forme. Il se présente sous la forme d'un document de deux pages maximum au format A4. Alors, ajouter une ou deux phrases est un réel problème pour respecter une mise en forme contraignante. Quoi qu'il en soit, nous ne pouvons pas traiter ce sujet sans avoir une vision transversale et sans parler du règlement sur les produits d'investissement (PRIIPs) et de la mise en place du DICI PRIIPs à l'horizon fin 2019 pour les sociétés de gestion. Toutefois, il n'est pas dit que le DICI OPCVM disparaisse puisque le règlement PRIIPs prévoit son évaluation sans préjuger de la décision de le maintenir ou le faire évoluer. On ose toutefois espérer que, en ajoutant une phrase pour être conforme à la directive OPCVM V, il sera prouvé que nous aurons tout intérêt à garder un document qui est aujourd'hui entré dans les mœurs et qui correspond à de vrais avantages. Pour ne prendre qu'un exemple, le DICI OPCVM présente les performances passées avec une comparaison face à l'indice de référence, ce qui est une façon simple et éprouvée de communiquer avec une clientèle d'investisseurs grand public.

Donnons une indication quantitative de l'enjeu : Il y a environ quatre mille OPCVM en France dont environ sept cents chez Amundi. Pour autant, cela ne signifie pas la mise à jour de

sept cents prospectus : certains fonds étant commercialisés hors de France, on se retrouve (c'est surtout vrai pour les DICI) à devoir gérer des textes dans plusieurs langues.

À cela s'ajoutent également les travaux dans le cadre du règlement sur la transparence des opérations de financement sur titres (SFTR) qui impose une information et une transparence sur la réutilisation des titres reçus en garantie dans le prospectus.

Michèle Besse: Il est utile de mentionner également et c'est une nouveauté, que la directive OPCVM V impose d'intégrer la liste des sous-conservateurs dans le prospectus. On ne peut là encore que remercier l'Autorité des marchés financiers (AMF) d'avoir accepté un renvoi vers le site Internet du dépositaire, évitant ainsi aux sociétés de gestion de devoir modifier l'ensemble de leurs prospectus à chaque fois qu'un dépositaire apporte une modification à son réseau de sous-conservateurs, ce qui aurait généré non seulement un travail supplémentaire mais aussi une augmentation des coûts supportée par les investisseurs. Nous saluons donc une solution pragmatique conforme à la directive OPCVM V, issue d'un formidable travail de partenariat entre l'ensemble des acteurs et l'autorité de tutelle.

Stéphanie Saint-Pé: Quel regard portez-vous sur l'indépendance des organes de direction ?
Amina Oulmi: C'est un sujet important dans le contexte post-crise financière qui a conduit à la révision de la direction précédente. L'objectif de la directive OPCVM V est d'apporter des garanties supplémentaires pour protéger les investisseurs. Une des façons d'y parvenir est de tenir compte des interconnexions qui peuvent exister entre le dépositaire et la société de gestion et de favoriser le contrôle indépendant du dépositaire sur la régularité des décisions de la société de gestion.

Mais ce n'est pas un sujet nouveau car la directive OPCVM, dans son niveau 1, ne fait que reconduire les exigences de la directive AIFM et de la directive OPCVM IV, à savoir qu'aucune société ne pouvait agir à la fois comme société de gestion et comme dépositaire et que les deux entités devaient agir de manière indépendante dans le cadre de leurs rôles respectifs. Par

conséquent, les dépositaires avaient déjà cette obligation d'exercer leurs fonctions en toute indépendance. Les nouveautés sont apportées par le règlement délégué qui vient préciser les modalités pratiques permettant de répondre à ces exigences.

En matière d'indépendance des organes de direction, il faudra donc vérifier qu'aucun membre ne soit à la fois membre de l'organe de direction du dépositaire et membre de l'organe de direction de la société de gestion et, éventuellement, nommer des administrateurs indépendants.

Pour apporter une garantie supplémentaire pour la protection des investisseurs, cette notion d'indépendance des organes de direction est étendue aux sous-conservateurs. En cas de délégation de la conservation, les dépositaires devront donc également s'assurer que cette indépendance est mise en place au niveau de leurs sous-conservateurs et de leurs clients, les sociétés de gestion.

La sélection du dépositaire par la société de gestion peut aussi, éventuellement, conduire à davantage de formalisme. Il incombe à la société de gestion de documenter la sélection du dépositaire ainsi que justifier que son choix par des critères qui doivent « reposer sur des critères solides, objectifs et prédéfinis et servir les seuls intérêts de l'OPCVM et de ses investisseurs ».

Stéphanie Saint-Pé: Du côté des sociétés de gestion, comment réagissez-vous à ces propos ?
William Margoline: Précisons que les sociétés de gestion entrepreneuriales doivent également vérifier que les mandats qui pourraient être détenus par les administrateurs de ces sociétés, ne présentent aucune difficulté.

Qu'il existe ou non des liens capitalistiques entre le dépositaire et la société de gestion, des modifications sont apportées par la réglementation en matière d'obligations d'information des investisseurs. Tout d'abord, nous allons devoir préciser de manière tout à fait officielle les liens qui peuvent exister entre le dépositaire et la société de gestion. Ensuite, les sociétés de gestion vont devoir revoir, dans le cas où un lien existe, leur politique de gestion des conflits d'intérêts et préciser en quoi leur choix est fait

Table ronde

dans l'intérêt des investisseurs.

Tout cela va nécessiter quelques ajustements du côté des sociétés de gestion: une vérification de l'indépendance des organes de direction, une adaptation de la politique de gestion des conflits d'intérêts et une communication renforcée vis-à-vis des investisseurs.

Il est aussi bon de rappeler que le système français est un système sûr qui a fait ses preuves. Nous pouvons d'ores et déjà acter et se féliciter de ce bon fonctionnement.

Stéphanie Saint-Pé: Comment une politique de gestion des conflits d'intérêts au sein d'une société de gestion peut-elle être mise en œuvre ?

Frédéric Bompaire: La notion d'indépendance des organes de direction est liée à celle de gestion des conflits d'intérêts dans la directive OPCVM V. Mais, il faut savoir que la définition qui est donnée de cette indépendance est suffisamment vaste pour soulever certaines interrogations. Nous en sommes venus chez Amundi à nous poser la question de l'existence d'un conflit d'intérêts ou non si un de nos administrateurs était amené à déposer un dossier de prêt immobilier dans une caisse régionale du Crédit Agricole. Nous avons tendance à répondre non tant qu'on se trouve dans une situation courante ou normale.

Certaines ambiguïtés d'interprétation de ce texte doivent donc être levées pour rester dans un cadre réglementaire raisonnable et pratique. Nous trouvons, de ce point de vue, rassurant ce qui a été publié par l'Autorité des marchés financiers (AMF) dans son Guide puisqu'il a été acté que pour les SICAV ayant délégué la gestion, la question de l'indépendance du conseil d'administration ne se pose pas. Effectivement, il ne peut y avoir de conflit d'intérêts au sein de la SICAV puisque la société de gestion choisie a reçu une délégation globale y compris pour le choix du dépositaire.

Aujourd'hui, le texte existe. La façon dont il sera décliné est importante. Restons sur la notion de conflit d'intérêts réel c'est-à-dire où existent des risques de fausser le jugement.

Stéphanie Saint-Pé: Est-ce une vision partagée chez BNP Paribas Securities Services ?

Arnaud Claudon: Depuis la publication des mesures de niveau 2, les discussions ont pu prendre une tournure concrète. Il convient néanmoins de rappeler que le facteur temps a également une grande importance, avec une échéance en octobre 2016, et que les fenêtres de tir pour mettre en œuvre ces mesures sont assez réduites. Ayant passé la phase de recherche d'administrateurs indépendants, nous sommes aujourd'hui dans une phase de nomination de ces derniers, pour être conformes sur un plan statutaire bien avant l'échéance fixée.

Stéphanie Saint-Pé: On a finalement l'impression que tout est assez clair mais il reste toutefois des points en suspens, notamment sur ces fameuses opinions juridiques externes et indépendantes préalables à la désignation d'un sous-conservateur. Comment voyez-vous cela ?

Amina Oulmi: Le texte impose au dépositaire de veiller à ce que le sous-conservateur fournisse ces opinions juridiques pour garantir que le cadre juridique applicable à ce sous-conservateur protège les actifs qui lui sont confiés en cas de faillite de ce dernier, en reconnaissant notamment la ségrégation des actifs. Dans le cadre des mesures de niveau 2 de la directive AIFM, les dépositaires ont déjà commencé à recueillir ces opinions juridiques mais la nouveauté introduite par la directive OPCVM V consiste en ce que ces opinions juridiques doivent être produites par des entités indépendantes du dépositaire et du sous-conservateur. Lorsque le dépositaire ne peut imposer à ses sous-conservateurs de lui fournir ces opinions juridiques parce qu'ils sont situés dans un pays non-membre de l'Union Européenne, et par conséquent, non soumis aux obligations de la directive OPCVM V, le dépositaire doit néanmoins pouvoir recueillir ces opinions juridiques d'une autre façon. Pour cela, la Place française réfléchit à la question de tirer parti de l'opportunité offerte par la directive de mutualiser les demandes pour le compte de plusieurs établissements auprès, par exemple, de cabinets juridiques internationaux qui pourraient fournir ces opinions juridiques. D'autres réflexions sont également en cours pour définir à qui incombe

la responsabilité de fournir ces opinions juridiques dans le cas d'un sous-conservateur global qui couvre plusieurs pays.

Quoi qu'il en soit, les dépositaires sont tenus de revoir leurs contrats avec leurs sous-conservateurs, d'exiger de ces derniers la fourniture de ces opinions juridiques et de mettre en place les procédures afin de vérifier que les opinions juridiques recueillies répondent non seulement aux critères requis par la directive OPCVM V mais aussi qu'elles sont produites par des entités indépendantes.

Stéphanie Saint-Pé: Et, du côté des sociétés de gestion ?

Frédéric Bompaire: La charge de travail incombe aux dépositaires. L'ajout de protections supplémentaires pour les investisseurs est certainement un élément positif. Néanmoins, cela appelle deux remarques.

La première, il serait gênant que certains marchés majeurs ne soient plus accessibles aux OPCVM si les opinions juridiques recueillies sont tellement alambiquées qu'on n'arrive pas à déterminer si elles sont ou non conformes aux exigences de la directive. En revanche, il semble tout à fait logique que certains marchés exotiques dont on sait que le cadre juridique ne protège pas suffisamment les investisseurs, ne soient plus accessibles aux OPCVM.

La seconde concerne la mutualisation. En effet, il serait tout aussi gênant que cette recherche d'opinions juridiques entraîne des coûts supplémentaires. C'est pourquoi, il est important de travailler sur une solution qui soit également acceptable sur le plan financier.

Stéphanie Saint-Pé: Parmi les points qui restent en suspens, la ségrégation des actifs peut être considérée comme un point structurant.

Michèle Besse: Il reste en effet ce point. La directive OPCVM V impose une ségrégation spécifique pour les OPCVM au niveau des sous-conservateurs. Par ailleurs, on utilise des ISCD (International Central Securities Depository) que sont Clearstream et EuroclearBank, soit en tant qu'Issuer CSD pour les titres dont ils

Table ronde

sont émetteurs et dans ce cas, la ségrégation n'est pas obligatoire, soit en tant qu'Investor CSD et dans ce cas la ségrégation est obligatoire. En effet, lorsque l'ICSD est utilisé en tant qu'Investor CSD, la directive OPCVM 5 définit clairement qu'il s'agit d'un sous-conservateur avec l'ensemble des obligations qui lui incombent. Cela constitue une sécurité supplémentaire pour les investisseurs.

Il reste cependant un point d'interrogation important concernant les prime brokers. Certains contestent que ces derniers, qui sont pourtant considérés comme des sous-conservateurs, doivent respecter cette obligation de ségrégation. Nous sommes donc dans l'attente d'une réponse de l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (ESMA) sur ce point.

Stéphanie Saint-Pé: En effet, l'AFTI contribue à ce débat et apporte des arguments dans le cadre des travaux actuels de l'ESMA qui devra se positionner dans les prochains mois sur la manière dont il faut précisément interpréter cette notion de ségrégation pour tous les acteurs en charge de la conservation. ■

Conclusion

Éric Pinon, *Vice-président*, ASSOCIATION FRANÇAISE DE LA GESTION FINANCIÈRE – AFG

Il était important pour nous, Association française de la gestion financière (AFG) d'être partenaire d'un évènement comme celui-ci, consacré à la directive OPCVM 5, puisque le partenariat entre les sociétés de gestion et les dépositaires s'inscrit dans le cadre de la réglementation.

Je ne vais pas revenir sur tous les sujets techniques qui ont été évoqués, si ce n'est peut-être pour dire que, quand j'entends les uns et les autres après avoir parlé de tsunami réglementaire, parler aujourd'hui de vague réglementaire, on pourrait supposer qu'on arrive à la fin d'un cycle. Il m'a semblé entendre que c'était une bonne nouvelle, que c'était peut-être aussi la fin d'une surréglementation (depuis 1985, nous en sommes à la cinquième version de la directive OPCVM) mais, fort heureusement, que c'était aussi peu de changement. Peu de changement parce qu'on avait déjà mis en place la directive OPCVM. Peu de changement parce que la France est en avance par rapport aux pays européens. Peu de changement sur un certain nombre de sujets sur lesquels je ne vais pas revenir. On pouvait penser que cela allait passer inaperçu pour les investisseurs. Pourquoi, parce que c'était constater un certain de dispositions qui avaient déjà été mises en œuvre dans le cadre de la directive AIFM. On élargissait le champ d'application, sans pour autant changer l'ordre des choses. Mais, le point important à souligner – et, c'est peut-être là que les débats de cette matinée ont un sens – est qu'on peut se féliciter que pour l'investisseur, c'est un renforcement des règles de responsabilité en matière de transparence de notre part, qu'il s'agisse de la gestion des conflits d'intérêts ou du choix des conservateurs et des sous-conservateurs.

Tous ces grands chantiers occuperont largement les sociétés de gestion et je crois que c'est cela qu'il faut retenir. Toutefois, on a entendu dans les discussions qui ont eu lieu ce matin qu'il y avait des coûts associés, sujet dont le président

Yves Perrier et moi-même sommes très soucieux. On nous a expliqué que les dépositaires français étaient les moins chers d'Europe, mais nous craignons que les différentes réglementations successives entraînent des coûts supplémentaires qu'il s'agisse de frais d'avocats, de cabinets juridiques et autres. La problématique des coûts ne se réglera pas autrement qu'en faisant simplement comprendre aux investisseurs, qu'ils soient institutionnels dans le cas de FIA ou privés dans le cas des OPCVM, que les coûts ne peuvent pas être systématiquement synonymes de réduction de marges pour les uns et les autres. C'est un sujet sur lequel il va falloir travailler et je pense que tous les coûts peuvent se justifier.

Quoi qu'il en soit toute amélioration de ces directives apporte des améliorations de services, de la protection des investisseurs, de la garantie de bonne fin des opérations, etc.

Je pense également qu'il faut être plus transparent sur le sujet de la réutilisation des actifs et que les nouvelles règles d'indépendance vont permettre à d'aucuns d'être sûrs qu'au sein d'une même maison, c'est-à-dire dont l'actionnaire de tête est commun, d'avoir des traitements soucieux d'être dans la fonction qui est la leur lorsqu'ils sont dans une société de gestion ou dans un dépositaire. Il est vrai qu'on est dans une situation où cette dissociation aura du bon.

Je crois qu'il est donc important de continuer à travailler collectivement sur tous ces sujets. Je remercie les autorités que ce soit la direction générale du Trésor ou l'Autorité des marchés financiers (AMF) de comprendre que le côté pratique de la mise en œuvre est aussi essentiel que le côté purement théorique. Des grands progrès ont été réalisés dans ce domaine.

J'ose espérer que le groupe FROG (pour French

[Routes and Opportunities] Garden) ira dans le bon sens. Ce groupe, présidé par Didier Le Menestrel, a été lancé par l'Autorité des marchés financiers (AMF) et l'Association française de la gestion financière (AFG) avec pour objectif d'accroître la visibilité et la distribution des fonds d'investissement français à l'étranger. En effet, les OPCVM pour beaucoup d'investisseurs, y compris internationaux, sont encore trop souvent des OPCVM luxembourgeois. Il n'y a pas d'OPCVM français en priorité mais une idée que j'ai déjà soumise est celle d'un OPCVM européen. Mais une chose est sûre, on doit progresser là-dessus si on veut redonner à la France sa capacité de ne pas être uniquement le gérant mais d'être également présente en conservation dans l'hexagone. FROG avec l'implication de l'ensemble des acteurs va permettre de mettre en avant les qualités de la gestion d'actifs française. Il est essentiel maintenant de montrer que ce qu'on fait bien au niveau des dépositaires et ce qu'on nous permet de bien faire au niveau de la gestion grâce aux autorités devraient nous permettre de nous développer.

Nous avons repris dans le cadre de la gouvernance de l'AFG que son président Yves Perrier souhaite mettre en place, les discussions avec l'AFTI. Nous arriverons à nous mettre d'accord sur la convention dépositaire avant juin 2016.

Il ne faut pas échapper à la mise en place de règles qui sont peut-être plus rigoureuses en apparence mais qui sont déjà appliquées par beaucoup d'acteurs en France pour cause de défense des intérêts des épargnants qu'il s'agisse d'institutionnels dans le cas des FIA ou de particuliers dans le cas des OPCVM. Je pense que cette indépendance, cette transparence et la fin des conflits d'intérêts risqués, permettra grâce au modèle français et aux travaux qui sont mis en place à l'AFTI, à l'AFG et dans les autorités, de protéger les investisseurs qui nous font confiance. ■