

## Sommaire

<b>Introduction</b> <b>Marcel Roncin,</b> <i>Président de l'AFTI</i>	<b>1</b>
<b>AIFM : État des lieux et perspectives de la mise en œuvre de la régulation AIFM</b> <b>Guillaume ELIET,</b> <i>Secrétaire Général Adjoint en charge de la Direction de la Gestion d'Actifs, Autorité des Marchés Financiers</i>	<b>2</b>
<b>Première table ronde</b> <b>Les conséquences de l'obligation de désigner un dépositaire unique avec un tel niveau de responsabilité</b> <b>Patrice Bergé-Vincent,</b> <i>Associé Asset Management Regulatory, PricewaterhouseCoopers</i> <b>Michèle Besse,</b> <i>Responsable du contrôle Dépositaire, Société Générale Securities Services, Animateur du groupe Dépositaire, AFTI</i> <b>Jean Devambe,</b> <i>Responsable Asset and Fund Services - France, BNP Paribas Securities Services Animateur du groupe Flux et Stocks, AFTI</i> <b>Laure Delahousse,</b> <i>Directrice du développement des acteurs et gestion spécialisée de l'Association Française de la Gestion financière (AFG)</i> <b>Arnaud Dewachter,</b> <i>Délégué Général de l'Association française des Sociétés de Placement Immobilier (ASPIM)</i> <b>Éric Wohleber,</b> <i>Directeur Général de Blackrock France, futur AIFM en France et d'autres pays dans le monde</i>	<b>6</b>
<b>Seconde table ronde</b> <b>Quelle valeur ajoutée un dépositaire français peut-il apporter pour mieux servir les intérêts de la gestion ?</b> <b>Karima Lachgar,</b> <i>Délégué Général, AFTI</i> <b>Jean Eyraud,</b> <i>Président, AF2I</i> <b>Émeric Laforêt,</b> <i>Secrétaire Général (Business Development) du groupe CACEIS, côté dépositaire</i> <b>Olivier Laurent,</b> <i>Directeur Alternative Investments Product Management, RBC Investor Services</i> <b>Jean-Christophe Morandau,</b> <i>Directeur Juridique, Natixis Asset Management</i> <b>France Vassaux,</b> <i>Directrice des Affaires Juridiques et Fiscales, AFIC</i>	<b>13</b>

# Entrée en vigueur d'AIFM

## Les dépositaires déjà dans les starting-blocks !

En partenariat avec



Avec le soutien de



### Éditorial

AIFM, directive sur les gestionnaires de fonds alternatifs, publiée le 21 juillet 2011, et dont la mise en œuvre va s'étaler dans le temps, est issue de la crise financière.

AIFM répond au besoin de régulation de certains produits financiers, et d'encadrement de leurs pratiques, concernant les fonds alternatifs.

Au-delà de son aspect « défensif » par rapport à la crise, AIFM a vocation à installer une réglementation renouvelée pour la future industrie de la gestion alternative. Elle marque une évolution essentielle en s'adressant à l'ensemble des gestionnaires de fonds d'investissement.

AIFM est un texte d'une ampleur considérable, un aménagement crucial de l'environnement du dépositaire, attendu depuis la Directive de 1985. Il y a donc près de 30 ans que les règles n'ont pas changé... Au passage, ce texte de 1985 avait laissé une large marge d'interprétation aux États membres concernant les missions et les responsabilités du dépositaire. Cela n'a pas manqué d'entraîner de regrettables « écarts » de transpositions nationales, qu'il faut maintenant corriger.

AIFM s'inscrit dans un processus d'harmonisation avec le cadre réglementaire des fonds UCITS. À cet égard, UCITS V devrait jouer, pour les fonds coordonnés, le même rôle qu'AIFM pour les AIF's au regard du dépositaire. Par ailleurs, nous sommes soucieux depuis longtemps d'obtenir une clarification des missions et responsabilités du dépositaire. Nous saluons donc l'arrivée de ce texte qui emporte une véritable reconnaissance du métier, et sur lequel nous nous sommes fortement investis :

- En participant au Comité de Place destiné à préparer la transposition et à participer au développement de la compétitivité de la Place de Paris.
- En créant un groupe de travail transversal dédié.
- En développant des liens avec la Direction

Générale du Trésor, l'AMF, la Commission et le Parlement européens.

- En œuvrant enfin avec sept autres pays européens membres du forum ETDF « European Trustee and Depositary Forum ».

Nous avons vu depuis 2008 les inconvénients de réglementations nationales différentes, que l'on peut juger à l'aune des conséquences, en Europe, de l'affaire Madoff, qui avait conduit le CESR à réaliser un état des lieux accablant.

Les dépositaires français sont dès aujourd'hui quasiment en conformité avec les nouvelles dispositions prévues, s'étant organisés de longue date pour satisfaire le niveau d'exigence d'AIFM. Ils évoluent donc dans un environnement qu'ils connaissent bien :

- Ils exercent leurs activités dans un environnement régulé et sécurisé depuis plus de 20 ans.
- Ils sont déjà soumis à un régime de responsabilité plus strict que les dispositions de la directive AIFM.
- Ils bénéficient d'une relation de proximité avec les régulateurs nationaux dans l'ensemble des juridictions dans lesquelles ils sont implantés.
- L'article 21 d'AIFM est très largement inspiré des exigences imposées par le cadre législatif et réglementaire français.

Notre objectif, c'est une harmonisation européenne des missions et des responsabilités du dépositaire, qui permettra un développement vertueux de ces activités dans l'espace européen. Pour les dépositaires français, l'heure est à l'offensive. Ils disposent d'atouts certains dans la compétition qui s'ouvre. Ils doivent les faire valoir. L'AFTI sera à leurs côtés pour les y aider. ⇨

**Marcel Roncin,**  
*Président de l'AFTI*

## AIFM : État des lieux et perspectives de la mise en œuvre

**Guillaume ELIET,**

*Secrétaire Général Adjoint en charge de la Direction de la Gestion d'Actifs, Autorité des Marchés Financiers*

L'AMF est très active sur le dossier AIFM. Non seulement sous l'angle de la transposition, de l'écriture des textes - et nous verrons ensemble que le travail n'est pas terminé - mais aussi parce qu'il est important que nous fassions passer les évolutions d'AIFM auprès des professionnels. Nous avons donc aujourd'hui l'occasion de vous en parler, ce qui devient important compte tenu de la complexité des textes et de la difficulté de les intégrer avec les anciens textes.

Je vous propose pour cette intervention de faire un point sur les textes, sur le package AIFM et sur ce qu'il reste à faire, car si beaucoup a été fait à ce jour, tout n'est pas terminé. Je présenterai ensuite la mise en œuvre pédagogique, puisque nous essayons de faire passer cette réforme par la pédagogie et les présentations. Également, nous verrons la mise en œuvre opérationnelle, c'est-à-dire comment cela va se passer à partir de juillet prochain, date d'entrée en vigueur de la directive. Enfin, je citerai en conclusion quelques sujets de vigilance.

### 1. Le cheminement des textes de transposition

Où en sont les textes de transposition ? Un bref rappel du calendrier : la directive date de 2011, son entrée en vigueur est pour le 22 juillet prochain. Ce sont surtout les acteurs de la gestion, évidemment les dépositaires mais également les sociétés de gestion, qui vont devoir se mettre en conformité avec cette directive et ils ont pour cela un délai d'un an. Une autre date importante : le 22 juillet 2014, date à laquelle les sociétés de gestion existantes qui gèrent ce qui désormais va s'appeler des FIA, devront avoir obtenu un agrément AIFM et donc s'être mises au niveau des exigences de cette nouvelle directive.

En 2015, l'ESMA réfléchira à l'opportunité d'ouvrir le marché intérieur des FIA aux fonds issus d'États tiers mais gérés par des gérants européens, et aux gérants d'États tiers mais

de fonds européens. L'ouverture potentielle à ce nouveau marché au-delà des frontières de l'Europe à partir de 2016 sera donc soumise à l'ESMA en 2015. Il y a ainsi un cadencement de cette directive : des événements aujourd'hui, dans 9-10 semaines et jusqu'à dans plusieurs années. Nous n'avons pas fini d'en réparer.

Parlons plus concrètement des textes, la transposition de la directive abordant la loi par le biais d'une ordonnance. Cette ordonnance a été soumise à consultation publique, qui s'est achevée il y a quelques jours. Le projet d'ordonnance passe ce 29 mai au CCLRF (Comité Consultatif de la Législation et de la Réglementation Financière) qui comprend à la fois des représentants des autorités publiques, des autorités de tutelle et des professionnels. Cela ouvre la voie ensuite à la transmission de ce projet de texte au Conseil d'État. Il s'agit d'un projet d'ordonnance ; le Conseil d'État est donc saisi par le gouvernement pour relire l'intégralité du texte. Il y a aussi un décret d'application, dont une grande partie est à disposition. Ils deviendront juridiquement des textes réglementaires après avis de cette haute juridiction.

Le Conseil d'État va donc être saisi du package ordonnance + décret d'application, ce qui représente plus de 200 pages de texte. Il s'agit d'un texte compliqué et s'ouvre donc pour nous, à partir du début du mois de juin jusqu'au mois de juillet, une période où, la Direction du Trésor et les services de l'AMF, allons travailler avec le Conseil d'État. C'est un exercice difficile car nous découvrons un texte qui s'imbrique dans le Code monétaire et financier, un texte compliqué avec des exemptions, des seuils, des situations particulières. Nous pensons avoir des échanges très riches avec le Conseil d'État, l'idée étant que ce dernier puisse faire son travail à peu près en un mois, afin que l'ordonnance passe au Conseil des Ministres avant l'été (fin Juillet). Le gouvernement a en tête le Conseil des Ministres du 17 juillet, ce qui permettrait une publication de l'ordonnance avant le 22 juillet

- date imposée par la directive. Précisons que l'habilitation que le gouvernement a reçue pour transposer cette directive par voie d'ordonnance expire le 31 juillet : si l'ordonnance ne passe donc pas en Conseil des Ministres le 17 juillet, ce devra être au suivant, puisque le texte d'ordonnance doit être adopté et publié avant le 31 juillet.

Nous ne savons pas encore très bien ce qu'il y aura dans le Journal Officiel, s'il n'y aura que l'ordonnance ou le décret également. Cela dépendra de ce mois de travail avec le Conseil d'État. Évidemment cela ne représente pas toute la transposition, mais il y a beaucoup de la directive dans l'ordonnance. Beaucoup de la transposition se retrouvera également dans le Règlement Général de l'AMF.

### 2. La mise en œuvre pédagogique

Deux livres de ce Règlement Général seront publiés prochainement. Tout d'abord le livre III, qui porte sur les acteurs, car la directive s'adresse d'abord aux sociétés de gestion. Il devrait être mis en consultation à partir du 12 juin. Nous espérons pouvoir le présenter au Collège au début du mois de Juin pour une consultation publique, ceci afin qu'il puisse être lui-même adopté formellement par le collège de l'AMF en même temps que l'adoption de l'ordonnance, c'est-à-dire vers la fin Juillet. Nous espérons que le gouvernement pourra homologuer le Règlement Général dans la foulée.

Ensuite, le livre IV qui traite quant à lui des produits. Or vous avez peut-être constaté qu'à l'occasion de la transposition de la directive, il n'y a pas de texte sur les produits, quoiqu'il faille tout de même définir ce qu'est un FIA. Nous allons profiter de l'exercice pour toiletter un certain nombre de règles sur nos produits et pour rationaliser la gamme, pour modifier enfin les types de produits ainsi que les seuils d'investissement. Sur cette partie produits, il y a des impacts qui ne sont pas de la transposition pure mais qui entrent dans le package

## AIFM : État des lieux et perspectives de la mise en œuvre (suite)

de la transposition. Nous essayons de faire « coller » ce livre au plus près du livre III, afin de pouvoir faire passer l'ensemble d'un coup. Mais il est possible que nous soyons obligés de le décaler un peu, pour nous concentrer sur le livre III, et donc décaler le livre IV et le mettre en consultation pendant l'été, pour pouvoir l'adopter mi-septembre au Collège.

Nous avons également des instructions à modifier, environ sept ou huit. Il y a peut-être même des instructions à créer, probablement une sur les FIA par objet. Nous allons devoir créer une instruction sur tous les nouveaux OPC qui n'étaient pas régulés jusqu'à présent et qui ne faisaient pas l'objet de textes particuliers. Les instructions seront faites à partir du moment où le Règlement Général sera publié, probablement pour la deuxième partie de l'année, à partir de la rentrée jusqu'à Noël. Pour indication, les instructions représentent entre 400 et 500 pages, ce n'est donc pas anodin.

Encore une fois, selon nos bonnes pratiques, nous les mettrons en consultation. Vous pourrez alors en prendre connaissance et formuler vos remarques.

Nous avons également des éléments de doctrine à adopter, car la directive AIFM s'accompagne de textes de niveaux inférieurs et de niveau 2 en particulier. L'ESMA a la charge de publier un certain nombre de documents et d'avis. Il y a notamment deux guidelines que nous pensons récupérer et intégrer au droit français par voie de doctrine. Ce sont les guidelines sur les rémunérations, qui ont été publiées en Janvier, qui ne sont pas encore traduites en français. Des guidelines également sur le reporting, actuellement en consultation, vont être récupérées. En reprenant la directive AIFM, on s'aperçoit que le nombre de situations dans lesquelles l'ESMA est appelée à produire quelque chose, soit de manière obligatoire, soit sur option, est important. L'ESMA a la possibilité de traiter 34 sujets; seuls 2 pour le moment ont été traités. Dans le même temps, nous allons avoir la possibilité de récupérer dans nos textes ces guidelines, sachant que cette récupération n'est pas une obligation. Nous verrons s'il y a lieu de les reprendre ou non et nous en expliquerons alors les raisons (Comply or Explain).

Le dernier élément concerne les accords de reconnaissance avec les États tiers. Ce deuxième cercle avec les États non européens a une échéance en 2016. Pour que ce marché existe, il faut que les autorités nationales européennes aient conclu des accords de reconnaissance avec les États qui seraient, soit les États des gérants des FIA européens, soit les États des fonds étrangers gérés par des gérants européens. Ces accords de reconnaissance mutuelle sont négociés de façon collective par l'ESMA au nom de tous les régulateurs, mais ils doivent aussi être signés bilatéralement entre chaque régulateur et le régulateur étranger. Les échéances sont pour 2014 et 2016. Ces accords sont en cours de négociation et doivent être signés pour Juillet, car ils sont nécessaires dans le cadre de la directive AIFM dès lors que la gestion d'un FIA européen est déléguée à un gérant établi dans un État tiers. Il faut pour que cette délégation de gestion soit validée au titre d'AIFM, qu'une convention de reconnaissance existe. Ces accords, qui ont pour principal objectif de permettre l'ouverture du marché en 2015 sont déjà nécessaires aujourd'hui pour valider les mécanismes de délégation et c'est la raison pour laquelle l'ESMA y travaille ardemment.

Voilà à peu près où nous en sommes sur ces textes. À propos de la mise en œuvre, nous allons procéder à une forme plus pédagogique; la mission de l'AMF évolue avec cette nouvelle façon de créer du droit financier. Avec les normes qui sont créées par le régulateur européen, l'AMF produit finalement de moins en moins de normes par elle-même. Mais elle reprend et fait passer celles produites par d'autres autorités. La mission de l'AMF évolue, car pour faire passer cette règle, nous avons besoin de pédagogie pour l'expliquer; il faut parfois que nous donnions du sens à une réglementation européenne un peu obscure pour tous. Nous nous sommes engagés depuis longtemps dans une démarche de pédagogie.

### 2.1 Le guide « Acteurs »

Dans le cadre d'AIFM, nous avons commencé la pédagogie bien avant la transposition des textes. Nous avons publié un guide "Acteurs", un guide AIFM pour les sociétés de gestion, qui explique comment reconnaître un gérant de FIA, comment calculer les seuils et com-

ment une société de gestion en dessous des seuils peut quand même opter pour l'application de la directive, et les conséquences qui en découlent. Nous expliquons ce qu'il y a de nouveau dans la directive par rapport aux obligations qui existent déjà pour les sociétés de gestion (UCITS ou MIF). Nous expliquons aussi comment le processus d'agrément va se passer. Nous expliquons finalement les clefs pour que chacun puisse se préparer et dès le mois de juillet être capable de demander un agrément AIFM pour la rentrée. Les acteurs comprennent ainsi les avantages résultant de cette directive, qui sont de pouvoir commercialiser ou de gérer des fonds dans d'autres États européens.

Ce guide "Acteurs" a été publié en avril. En même temps, nous avons communiqué pour dire que le guichet était ouvert pour les sociétés de gestion qui souhaitent demander un agrément AIFM. Elles peuvent d'ores et déjà nous adresser leur dossier pour que nous soyons capables dès la publication de l'ordonnance de leur donner un agrément. Nous souhaitons être le plus réactifs possible afin de permettre aux sociétés de gestion qui se sentent prêtes d'aller très vite sur les marchés européens et de prendre de l'avance, sachant que le constat que l'on fait depuis longtemps est que les exigences de la directive AIFM sont pour une large partie calquées sur des exigences que nous-mêmes en France avons étendues aux sociétés de gestion non-UCITS.

Les sociétés de gestion AIFM existantes sont donc à un niveau d'exigence assez élevé. La marche à franchir n'est pas très haute. Il y a une réelle opportunité pour ces sociétés de gestion d'obtenir un agrément AIFM assez rapidement, c'est-à-dire obtenir un passeport et certains avantages.

### 2.2 Le guide « Produits »

Le deuxième guide qui va paraître avant l'été est le guide « produits ». Il s'agit ici de la rationalisation de la gamme, mais aussi des éléments de compétitivité que l'on a introduits. Nous avons en particulier souhaité diminuer la gamme en fusionnant un certain nombre de produits, en faisant disparaître les fonds communs d'intervention sur les marchés à terme, en fusionnant les OPCVM contractuels et les

## AIFM : État des lieux et perspectives de la mise en œuvre (suite)

FCPR contractuels; également en réduisant les seuils d'investissement pour les fonds réservés à des investisseurs qualifiés ou professionnels. Demain nous n'aurons plus que deux seuils, les fonds grand public à 1 euro de souscription minimale et les fonds professionnels à 100 000€. Nous rationalisons aussi là-dessus. Tout cela sera expliqué dans ce guide.

### 2.3 Le guide « Rémunération »

Notre ambition est aussi de sortir un guide de rémunération. Il ne paraîtra pas sous la forme de guide mais selon un format question-réponse (FAQ). Il ne paraîtra pas aussi dense et pédagogique que les deux autres. Le sujet rémunération sera probablement davantage pour l'AMF l'occasion de reprendre de façon ciblée les principales questions que les professionnels auront pu remonter sur la mise en œuvre du dispositif rémunération. Ce sera un FAQ ciblé, car les textes existent et parce que les guidelines ESMA ont été récupérées. Il y a tout de même un certain nombre de questions qui se posent car ces guidelines ESMA ne répondent pas à tout ou sont parfois assez floues. Nous essaierons de nous positionner sur un certain nombre de ces sujets. Nous travaillons actuellement avec les associations professionnelles, qui nous remontent les thèmes sur lesquels elles souhaitent que l'AMF prenne position. Nous essayons de prendre des positions le plus possible sur des sujets qui ne sont pas évidents. C'est un travail qu'il faudra ciseler particulièrement.

### 3. La mise en œuvre opérationnelle

Tout d'abord quelques mots sur la période transitoire : à partir du 22 juillet 2013 et jusqu'au 22 juillet 2014, s'ouvre une période transitoire pour les sociétés de gestion existantes. La première chose, c'est que les sociétés de gestion existantes au 22 juillet 2013 ont un an pour devenir AIFM. Elles pourront toujours continuer à gérer leur FIA quand bien même elles n'auraient pas encore demandé leur agrément AIFM. Elles peuvent même continuer à créer des fonds, qui ne seront pas encore FIA tant que l'agrément n'aura pas été demandé et obtenu. Elles ne pourront en effet pas les commercialiser hors de France avec le passeport AIFM sans agrément. Pour les sociétés de gestion existantes,

cette période transitoire ne change rien jusqu'au jour où l'agrément AIFM est demandé et obtenu. À partir de ce moment-là évidemment, toutes les dispositions AIFM s'appliquent.

Pour les nouvelles sociétés de gestion, qui vont se créer à partir de la mise en œuvre de la directive, dès le départ il faudra qu'elles soient en conformité avec AIFM. Celles qui se créeront en août-septembre 2013 devront déjà être AIFM-compliantes et elles obtiendront alors un passeport. On ne laissera pas se créer de nouvelles sociétés de gestion, qui généreraient des FIA sans respecter la directive AIFM. Les fonds qui seront créés par ces sociétés devront être totalement en conformité avec AIFM.

À propos de la procédure d'agrément, nous avons mis en place une procédure que l'on estime utile pour les sociétés de gestion existantes. Il existe à peu près 350 à 400 sociétés de gestion concernées. Un gros travail d'agrément va être nécessaire pour ces sociétés, en plus de celles qui se créeront. Ces sociétés existantes sont à notre sens déjà à un niveau très élevé d'exigence par rapport à la directive AIFM, même s'il reste quelques marches à franchir. Il nous semble donc possible, pour simplifier la procédure, de procéder à un régime d'agrément accéléré sur base déclarative. Les sociétés de gestion ont toutes déjà reçu un document qui présente les huit points sur lesquels nous estimons que la directive AIFM va plus loin que les exigences actuelles et sur lesquelles la société doit nous dire qu'elle respecte les nouvelles dispositions de la directive AIFM qui la concernent. Ce sont par exemple des sujets relatifs à la gestion de la liquidité pour les FIA ouverts, aux délégations de fonctions pour les sociétés de gestion, l'investissement dans les positions de titrisation, les sujets de fonds propres, les sujets liés au reporting, à l'évaluation, à la rémunération et aux missions du dépositaire. Les fonds AIFM devront donc avoir un dépositaire qui respecte les obligations fixées par la directive.

Nous avons transmis un bulletin-réponse aux sociétés de gestion pour connaître leur niveau de conformité avec la directive AIFM. Parmi les dispositions, il y en a deux spéciales : celle relative au reporting et celle

relative à la rémunération. Les exigences en termes de rémunération ne s'appliqueront qu'aux premières rémunérations variables qui seront versées aux collaborateurs. Ainsi, nous pourrions être satisfaits au moment de l'agrément si l'intégralité du processus, soit de transformation des contrats de travail, soit de négociation avec les représentants du personnel, sont en cours. Nous pourrions accepter que la société de gestion nous dise qu'elle va mettre en place des dispositions pour respecter les règles relatives à la rémunération dans AIFM. Elle pourra nous dire quel est le processus en cours qu'elle a mis en place, et qui aboutira nécessairement avant que les premières rémunérations variables ne soient versées. Ainsi elle pourra cocher qu'elle est en conformité sur ce point. Nous n'exigeons pas que tous les travaux relatifs au droit du travail soient déjà élaborés pour pouvoir demander l'agrément AIFM. La société de gestion pourra nous indiquer que le processus est en cours. Idem pour le reporting. Le premier reporting aura lieu en janvier 2014; si la société nous démontre qu'elle a mis en place le système qui lui permettra au 1<sup>er</sup> janvier 2014 de réaliser dans de bonnes conditions le reporting, cela nous suffira pour donner l'agrément.

Nous essayons d'être le plus souples possible pour permettre aux sociétés de gestion, quasi prêtes, de bénéficier au maximum de la directive AIFM, en tout cas le plus tôt possible. Nous les invitons à nous adresser dès qu'elles le souhaitent ce bulletin-réponse. Cela ne veut pas dire que l'AMF ne va pas produire un minimum d'instructions. Ce sont des agréments qui seront présentés au Collège. C'est une procédure formelle et nous-mêmes allons demander un certain nombre de documents pour aller avec les déclarations, par exemple, les éléments de calcul de fonds propres nous intéresseront particulièrement pour nous assurer que les exigences de fonds propres AIFM sont effectivement respectées par la société de gestion. Nous sommes également en train de mettre en place de façon pragmatique le dernier Collège de l'été, qui aura lieu le 23 juillet. Il n'est donc pas impossible qu'il ne puisse pas délivrer les agréments car l'ordonnance ne sera pas parue.

Nous avons deux options, la première est de considérer sur le plan juridique que la directive étant entrée en vigueur, même si

## AIFM : État des lieux et perspectives de la mise en œuvre (fin)

l'ordonnance n'est pas prise, elle sera de fait opposable par ceux qui souhaitent l'invoquer. Constatant que la France n'aurait pas transposé en temps et en heure, les sociétés de gestion pourraient quand même invoquer le bénéfice de la directive en demandant l'agrément et sur cette base juridique, le Collège pourrait le donner. Cela avait déjà été fait pour UCITS 4.

La deuxième option, la plus simple, est de soumettre les dossiers au Collège du 23 juillet, que l'ordonnance ait été prise ou pas – ou peut-être même au Collège précédent – ceci afin d'obtenir un accord formel sur l'agrément de ces premières sociétés de gestion. Ce Collège donnerait une délégation afin que le Président signe les décisions nécessaires.

Nous préparons également la procédure pour les passeports : les passeports gestion et les passeports commercialisation. C'est un sujet en cours et c'est une nouveauté pour l'AMF, car c'est un modèle différent de la directive UCITS où les passeports sont donnés par l'autorité d'origine du fonds (l'AMF donne les passeports pour les fonds français); dans AIFM, l'autorité délivrant les passeports est l'autorité du gérant. Autrement dit, l'AMF délivrera les passeports à tous les fonds gérés par des sociétés de gestion françaises. Or, la directive donne la possibilité aux sociétés françaises de gérer des fonds étrangers qui vont pouvoir circuler en Europe. Ainsi, par exemple, l'AMF sera compétente pour autoriser la commercialisation en Allemagne d'un fonds polonais, géré par une société de gestion française. C'est une nouveauté pour l'AMF, car autant dans UCITS 4, les États avaient mis en place des modes et des formats de déclaration extrêmement précis pour les échanges entre régulateurs, autant dans AIFM ce n'est pas prévu. Nous avons demandé à l'ESMA de travailler sur ce sujet pour disposer de modèles qui puissent être utilisés et reconnus par chacun des États. Notre souhait est que les modèles soient aussi ressemblants que possible à ceux mis en place pour UCITS 4.

Nous nous organisons également pour le reporting. Les premiers auront lieu au 1<sup>er</sup> janvier 2014. Les sociétés de gestion qui vont devenir AIFM entre le 22 juillet 2013 et le 22 juillet 2014 ont une obligation de reporting à partir du jour où elles deviennent AIFM. Comme les reportings sont trimestriels, le

premier reporting attendu serait au 1<sup>er</sup> janvier 2014. Cela est clarifié et nous mettons en place l'interface technique, qui va permettre de le réaliser. Cela a déjà été testé dans le domaine du capital investissement, puisqu'un certain nombre de reportings sont déjà obligatoires depuis plus d'un an. Ainsi, l'AMF a mis en place une interface qui permet aux sociétés de gestion d'entrer les données en ligne dans les systèmes. Nous continuerons ce système pour les sociétés de gestion les plus petites, et par ailleurs, nous fonctionnerons par échanges de fichiers reconnus. Tout cela devrait fonctionner sans trop de difficultés, nous sommes confiants.

### 4. Quelques sujets de vigilance

En conclusion, quelques sujets de vigilance en cette période qui précède l'entrée en vigueur des textes. Une vigilance qui concerne plutôt l'AMF est la découverte des FIA par objet et des fonds étrangers. Nous avons deux types de FIA, ceux qui sont des OPCVM, c'est-à-dire tous les fonds non coordonnés, les FCPR, l'immobilier, etc. Mais entrent aussi dans les FIA par objet les groupements forestiers, les sociétés immobilières, les véhicules ad hoc composés de plusieurs investisseurs, etc. Il va falloir d'une part que nous les intégrions et d'autre part, que les gérants de ces FIA se remémorent la directive AIFM. Nous allons entreprendre une démarche auprès de ces véhicules ou de ces gérants pour leur expliquer qu'ils sont sous la régulation de l'AMF. Cela visera probablement les gérants qui sont le moins au niveau par rapport aux exigences

d'AIFM. Il y a donc auprès d'eux un travail de pédagogie à réaliser pour qu'ils obtiennent l'agrément avant le 22 juillet 2014. C'est un véritable enjeu de communication.

Je voulais également attirer votre attention sur le calcul des seuils. Il y a un seuil de 100 M€ avec effet de levier, qui est assez rapidement franchi dans un certain nombre de cas. Nous décrivons dans le guide "Acteurs" toutes les options en fonction des seuils.

Enfin, en ce qui concerne l'impact sur les fonds propres des sociétés de gestion, il faut savoir que ce n'est pas le même calcul qu'avec la directive UCITS : il y aura des fonds supplémentaires demandés par AIFM et surtout qui ne seront pas capés. L'assiette est fondée sur les encours des FIA. Ainsi, des sociétés de gestion peuvent avoir des encours importants qui conduisent à refaire le calcul pour savoir si les fonds propres existants aujourd'hui sont suffisants pour couvrir les nouvelles exigences. Évidemment, si l'on doit augmenter les fonds propres, cela demande un délai de mise en œuvre chez les sociétés de gestion.

L'AMF fait son maximum pour que le processus se passe aussi facilement que possible pour tous les acteurs, sociétés de gestion et dépositaires. Vous retrouverez dans les guides toutes les adresses e-mails sur lesquelles vous pouvez déposer vos questions. ⇄

## Table ronde 1 - Les conséquences de l'obligation de désigner un dépositaire unique avec un tel niveau de responsabilité

Animée par **Patrice Bergé-Vincent**, Associé Asset Management Regulatory, PricewaterhouseCoopers

### Patrice Bergé-Vincent

Avec cette première table ronde nous souhaiterions vous expliquer pourquoi l'AFTI et PwC considèrent que les dépositaires français sont mieux positionnés que leurs homologues européens, dans le contexte de l'entrée en vigueur de la directive AIFM. Ils sont mieux positionnés pour servir les asset managers français et internationaux.

Pour préparer cette entrée en vigueur de la directive AIFM, l'AFTI a confié à PwC le soin d'établir un rapport recensant les arguments qui expliquent que les dépositaires français sont quasiment prêts pour la directive AIFM. Parmi ces arguments il y a le fait que les dépositaires français ont été soumis depuis plus de 20 ans à un environnement réglementaire financier très strict, peut-être le plus strict du monde pour les dépositaires. Cela leur a imposé des exigences qui font qu'aujourd'hui, tant sur les missions obligatoires que sur les services additionnels que le dépositaire peut proposer aux FIA et aux AIFMs, les acteurs français sont mieux placés que leurs homologues. Nous allons essayer de démontrer cela lors de cette table ronde.

Nous avons avec nous deux représentants de deux des plus grands dépositaires français. Tout d'abord :

- **Michèle Besse**, de Société Générale Securities Services, qui est responsable du contrôle dépositaire et également animatrice du groupe Dépositaire à l'AFTI,
- **Jean Devambe**, de BNP Paribas Securities Services, responsable Asset & Fund services pour la France, également animateur du groupe Flux et Stocks à l'AFTI,

Avec nous aussi, trois représentants de futurs AIFMs :

- **Laure Delahousse**, Directrice du développement des acteurs et gestion spécialisée de l'Association Française de la Gestion financière (AFG).
- **Arnaud Dewachter**, Délégué Général de l'Association française des Sociétés de Placement Immobilier (ASPIM).
- Et enfin, **Éric Wohleber**, Directeur Général

de Blackrock France, futur AIFM en France et d'autres pays dans le monde.

Durant cette première table ronde, nous allons traiter les conséquences de l'imposition de ce nouvel acteur par la directive AIFM. Parler d'imposition d'un nouvel acteur pour la France n'est pas tout à fait exact. Le rapport établi par l'AFTI et PwC montre qu'en France tous les fonds d'investissement ont déjà l'obligation d'avoir un dépositaire. Il n'y a pas de nouveauté sur ce point-là, mais il y a cependant certaines nouveautés relatives aux missions de ce dépositaire. En revanche, dans d'autres États membres, ce dépositaire unique pour tous les FIA est une nouveauté, qui va avoir des conséquences pour les dépositaires et pour leurs clients, les asset managers et les AIFM. Nous allons donc essayer de traiter les conséquences de cette nouvelle exigence, et aussi d'expliquer pourquoi les dépositaires français sont prêts à répondre à ces nouvelles exigences.

*Première question, que nos invités aborderont avec un angle d'approche différent : que représente cette obligation d'avoir un dépositaire unique pour tous les Fonds d'Investissement Alternatifs (AIF) en Europe dans AIFM? Plus largement, que va changer cette nouvelle directive AIFM, qui vient réguler la gestion alternative longtemps accusée de ne pas être régulée? Est-ce un bien ou un mal, une contrainte ou une opportunité?*

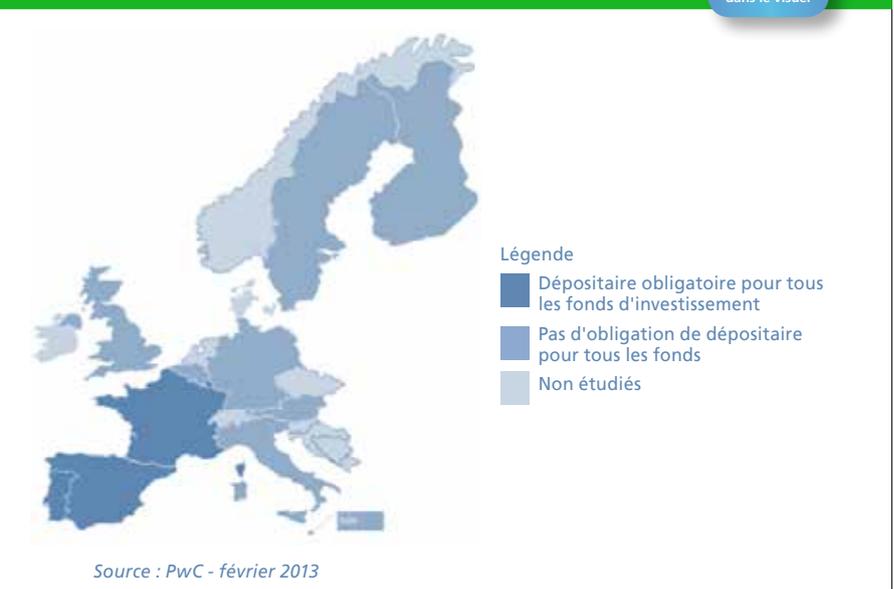
### Michèle Besse

Pour moi, c'est une réelle opportunité. Comme nous l'a expliqué Guillaume Eliet, les acteurs français sont quasiment en conformité avec AIFM et les dépositaires aussi. Nous allons pouvoir accompagner toutes les sociétés de gestion dans cette nouvelle aventure. Les acteurs français, quels qu'ils soient, ont un rôle très important et nous pouvons tirer le meilleur parti de cette nouvelle directive.

### Obligation d'avoir un dépositaire dans l'environnement "pré-AIFM"



Utilisez la loupe pour zoomer dans le visuel



**Table ronde 1 - Les conséquences de l'obligation de désigner un dépositaire unique avec un tel niveau de responsabilité (suite)****Jean Devambe**

Comme le soulignait Marcel Roncin, c'est un pas vers l'harmonisation des pratiques des fonctions du dépositaire en Europe. Pour nous qui sommes des acteurs français mais aussi paneuropéens, c'est clairement une opportunité sur laquelle nous pouvons faire levier. Tout d'abord, parce que nous avons un historique en termes de bonnes pratiques. Ensuite, car nous avons en face de nous des clients qui sont de plus en plus européens et qui distribuent leurs fonds dans plusieurs pays. Il est donc bienvenu pour nous qu'il y ait cette harmonisation des pratiques au niveau européen. Cela concerne le périmètre des FIA dans un premier temps. Mais comme déjà souligné, UCITS 5 arrive ensuite et devrait poursuivre ce mouvement. C'est donc une opportunité, mais c'est aussi encore un challenge pour faire comprendre ce qu'est la fonction dépositaire et en quoi elle participe à la protection des actifs et des investisseurs. Je ne suis pas sûr que les investisseurs dans leur ensemble aient tous une vision détaillée de ce qu'apporte un dépositaire. Il faut encore un peu de travail et de pédagogie là-dessus.

**Laure Delahousse**

L'AFG a toujours été favorable à l'existence d'un dépositaire unique pour tous les produits de gestion pour compte de tiers. Nous l'accueillons donc très favorablement. En revanche c'est beaucoup de travail pour l'association et pour l'ensemble des adhérents. Nous y sommes favorables car cela renforce la sécurité des investisseurs et la confiance qu'ils ont dans nos produits. Aussi, cela harmonise des pratiques en Europe ce qui est une bonne chose. En France, il y aura des conséquences pour nos adhérents, pour ceux qui sont déjà en conformité ce sera assez léger. Mais pour ceux par exemple dans la gestion spécialisée (capital investissement ou immobilier), il y a des produits pour lesquels ce sera plus compliqué et plus long, car ceux-là n'ont pas encore de dépositaire. Enfin, il y a tout le sujet du cash monitoring, qu'il faudra sans doute adapter selon la nature des produits, en particulier les produits immobiliers ou le capital investissement.

**Arnaud Dewachter**

J'apporte un petit bémol à ce qui a été dit jusqu'à présent. Il y a bien une innovation avec l'intervention du dépositaire sur le produit qu'est la SCPI, qui a 40 ans d'existence et qui a plutôt bien vécu sans dépositaire jusqu'à présent. Au surplus, je comprends que les prescriptions qui émanent d'AIFM au niveau de la directive et de son règlement d'application sont plutôt élevées. Il y a le cash monitoring mais aussi le reporting, qui sont des choses nouvelles, en tout cas pour la gestion des SCPI. Cela aura donc un impact très fort. C'est une innovation très importante et un certain nombre de mes adhérents n'ont pas forcément vu l'arrivée du dépositaire avec un enthousiasme délirant.

Compte tenu de ce que cela va représenter dans les temps futurs, je ne peux pas contredire l'idée selon laquelle les dépositaires vont constituer une sécurité supplémentaire dont vont bénéficier les investisseurs, quand bien même il n'y a pas eu d'accidents frauduleux sur la gestion des SCPI depuis 40 ans. Cette sécurité supplémentaire sera sans doute appréciée. Tout défi doit être transformé en opportunité. Nous nous y sommes attachés, notamment avec le fait que la transposition d'AIFM en droit français est l'occasion pour nous d'apporter une modernisation au cadre juridique des SCPI. Il faut apporter aux SCPI un certain nombre de modifications positives. Ce sera notre chantier de modernisation ou de toilette des règles de gestion.

**Éric Wohleber**

Je ne suis pas là pour défendre la notion de dépositaire car Blackrock n'en est pas un. Avec un peu de recul, nous voyons AIFM comme une grande opportunité pour les affaires dans le monde pour la gestion d'actifs. C'est pour nous un moyen de rétablir la confiance. La notion de dépositaire unique au sein d'AIFM est une mesure clef. C'est quelque chose de fondamental.

Nous avons trouvé la première mouture d'AIFM un peu trop centrée sur l'Europe. Chez Blackrock nous ne travaillons pas qu'en Europe, nous étions donc un peu inquiets de ce point de vue-là. Mais nous avons vu des

dispositions plus en faveur d'une approche internationale. Ainsi pourquoi rétablir la confiance? Nous allons chercher les extrêmes d'un côté au niveau des produits de type Beta, comme les ETF, et d'un autre côté au niveau des gestions alternatives au sens large. Il manquait un cadre permettant de rassurer clairement l'investisseur. Nous estimons donc qu'AIFM est une avancée très importante. C'est pourquoi nous avons une équipe dédiée de 30 personnes à temps plein sur ce sujet.

**Patrice Bergé-Vincent**

Nous avons identifié quatre sujets pour mesurer l'impact de ces nouvelles obligations.

Nous anticipons un impact sur les actifs sous-jacents, avec la possibilité de réallocation par exemple.

Le deuxième impact concerne les méthodes de conservation des actifs.

Le troisième impact porte sur les coûts, bien que nous estimions que le dépositaire n'est pas un coût, mais bien une valeur ajoutée.

Le quatrième impact vise les synergies envisageables entre le calcul de la valeur liquidative qui peut être confié au dépositaire et la mission de cash-flow monitoring, c'est-à-dire la surveillance des flux espèces.

*À propos des impacts sur les actifs sous-jacents, je pose la question à Éric Wohleber. Est-ce que l'imposition d'un dépositaire unique avec des missions et une responsabilité si fortes, va pousser à une utilisation accrue des techniques synthétiques d'investissement? Nous parlons de synthétique car des instruments synthétiques ne seraient pas en conservation. Ainsi cela éviterait l'obligation de restitution sur ces instruments.*

**Éric Wohleber**

Le synthétique, depuis 2 ou 3 ans, avec la crise, n'a plus tout à fait la même cote que jusqu'en 2007, lorsque l'investisseur se posait assez peu la question de savoir si un actif était synthétique ou physique. Il regardait surtout la performance et la facilité de traitement. Entre-temps il y a eu la crise. On l'a vu depuis

**Table ronde 1 - Les conséquences de l'obligation de désigner un dépositaire unique avec un tel niveau de responsabilité (suite)**

2 ans, à chaque fois qu'un investisseur a le choix, il se tourne vers le physique. Cela dit, il y a des cas où l'on ne peut pas avoir accès à certains actifs via du physique. Il faut à un moment ou un autre faire différemment. Ce n'est pas AIFM qui va entraîner le développement du synthétique. Je crois que les grands gérants, lorsqu'ils ont le choix entre le synthétique et le physique, choisissent le physique. Cependant, ils reconnaissent que dans certains cas le synthétique est le seul moyen d'accéder à certaines expositions. À mon avis, c'est davantage une problématique d'acte de gestion qu'une problématique de dépositaire unique. Dans certains cas nous ne pouvons pas faire autrement. On ne traite pas des actions indiennes de la même façon que des actions françaises. Nous allons être obligés à un moment ou un autre de contourner le problème. Mais le paradigme des actions indiennes existait avant AIFM.

**Patrice Bergé-Vincent**

*Nous imposons donc un dépositaire pour la conservation d'actifs. Dans les fonds immobiliers il n'y a pratiquement pas d'actifs susceptibles de conservation. Arnaud Dewachter, quelles seraient alors les conséquences de l'arrivée d'un dépositaire sur ces actifs ?*

**Arnaud Dewachter**

Nous sommes encore en amont de l'application effective d'un dépositaire à des fonds immobiliers. Je voudrais rappeler en premier lieu une évidence qui doit faire l'objet d'une pédagogie car cela emporte des conséquences importantes. La grosse différence entre un OPCVM et un fonds immobilier type SCPI ou OPCI, c'est que l'OPCVM gère des titres qui sont constitutifs du capital de sociétés. La différence avec l'immobilier c'est que le gestionnaire du fonds gère en même temps l'actif, de manière exclusive dans le cas de SCPI et de manière prépondérante dans le cas de l'OPCI. Il gère des immeubles, des actifs immobiliers, qui sont particuliers car ils sont d'une gestion spécifique. C'est extrêmement important, car s'il n'y avait pas cette caractéristique, nous aurions appelé cela un OPCVM immobilier, et alors nous nous poserions moins de questions. Nous gérons en direct de l'immobilier physique. Cela a pour conséquence la néces-

sité d'un échange de bons procédés entre le gestionnaire du fonds et son dépositaire. Le gestionnaire du fonds va devoir apprendre à travailler avec un dépositaire. Dans le cas de l'OPCI, ce sera une innovation. Le dépositaire quant à lui va devoir apprendre à travailler sur les flux spécifiques à l'immobilier. Ce sera tout nouveau pour la SCPI mais cela correspond encore à une certaine forme de nouveauté s'agissant de l'OPCI. Il y a encore de bonnes habitudes à prendre en matière de gestion de l'information. C'est le cas également pour l'immobilier qui a des progrès à faire en matière de traitement et de transmission de l'information, sur le plan comptable avec le dépositaire, mais plus généralement sur le plan du traitement des valeurs et des informations relatives à la gestion des immeubles en tant que tels. Vous avez peut-être entendu parler du format FIDJI (format d'échanges de données, libre et gratuit, N.D.L.R.), qui est une tentative qui finira par aboutir. La place immobilière de Paris est en train de la mettre en place, pour aboutir à un format unique d'échange de données relatives à la gestion des immeubles et qui aura des incidences importantes, non seulement pour les dépositaires mais également pour la valorisation en tant que telle des actifs immobiliers.

**Patrice Bergé-Vincent**

*Jean Devambe, va-t-il y avoir une réallocation géographique des actifs susceptibles de conservation ? C'est-à-dire y a-t-il des marchés dans lesquels certains asset managers vont hésiter à investir, car le dépositaire n'est pas à l'aise avec ces marchés ?*

**Jean Devambe**

Non, nous ne craignons pas de réallocation géographique. Aujourd'hui, nous couvrons pour nos clients une centaine de marchés et cela ne va pas changer. La question renvoie à l'obligation de restitution du dépositaire. Celle-ci existe déjà avant AIFM dans le contexte français. En revanche ce n'est en général pas le cas sur les autres marchés. Par exemple pour tous les fonds luxembourgeois, c'est une nouveauté. Les gestionnaires français qui ont un certain nombre de fonds luxembourgeois vont donc être impactés par cette évolution. Même si nous étions habitués à ce sujet-là en France, AIFM oblige à repré-

ciser notre approche en termes de risque pour les différents actifs que nous conservons. Ces risques sont liés au pays, à la structure du marché ou au droit local. Cela va certainement amener à rediscuter de manière plus pointue avec nos clients qui investiraient de manière significative sur ces marchés à hauts risques, pour trouver la bonne solution qui satisfasse tout le monde mais nous ne pensons pas que cela puisse avoir un impact sur l'allocation d'actifs. La même réponse s'applique d'ailleurs aux classes d'actifs, nous traitons déjà une large gamme d'instruments : titres physiques, produits synthétiques, immobiliers et autres. Les nouvelles obligations AIFM ne devraient pas impacter l'utilisation de ces instruments.

**Patrice Bergé-Vincent**

*En outre, il existe dans la directive la possibilité de transférer votre responsabilité sur certains marchés. Michèle Besse, allez-vous utiliser cette possibilité ?*

**Michèle Besse**

Je tiens à préciser que cette possibilité nous l'avons déjà en France. Maintenant dans AIFM, elle est très explicite, mais en même temps les conditions sont très restrictives. Nous allons devoir obtenir l'accord du gérant et les investisseurs du FIA devront être informés. Nous devons également signer un contrat entre le tiers qui acceptera de prendre cette responsabilité et nous devons en plus indiquer quelles sont nos raisons objectives – le terme « objectives » étant à définir. Il faudra réellement définir et mettre en place deux contrats et je pense que cette possibilité de décharge sera très difficile à mettre en place. Cependant, nous nous réserverons le droit de la mettre en place. Dans le cas où un client aurait envie d'investir sur un marché sur lequel nous ne sommes pas très confortables, ce sera une des solutions que l'on pourra lui offrir si bien sûr nous trouvons un sous-conservateur qui accepte de prendre en charge cette responsabilité.

**Patrice Bergé-Vincent**

*Est-ce qu'AIFM va changer la relation entre les FIAs et les prime brokers ? Et comment, en tant que dépositaires, allez-vous interagir avec*

**Table ronde 1 - Les conséquences de l'obligation de désigner un dépositaire unique avec un tel niveau de responsabilité (suite)**

*les prime brokers ? Allez-vous leur transférer votre responsabilité, s'ils sont d'accord ?*

**Michèle Besse**

Point positif d'AIFM : le prime broker est défini comme un sous-conservateur. Nous pourrions mettre en place cette décharge avec un prime broker mais avec toutes les conditions que je viens d'énumérer. Cela sera réalisable, mais difficile.

**Jean Devambe**

Pour compléter, je dirais que nous avons beaucoup échangé avec les prime brokers. Pour eux, AIFM est une révolution. Leur modèle est extrêmement impacté puisqu'ils sont dans une position de sous-conservateurs pour la partie des titres déposés chez eux et non utilisés en collatéral. Nous avons identifié plusieurs options pour travailler ensemble. La première consisterait à rapatrier ces titres chez le dépositaire puisque nous sommes responsables de la restitution. À l'opposé, on peut imaginer utiliser la décharge de responsabilité mais cela suppose que l'on puisse mettre en place les conditions que Michèle évoquait, et que tout le monde les accepte. D'autres options existent mais encore une fois l'impact par rapport à la situation actuelle sera dans tous les cas significatif.

**Patrice Bergé-Vincent**

*Je reviens sur certains marchés, émergents ou exotiques. Allez-vous avoir des discussions entre dépositaires et AIFM ? Jean Devambe, le dépositaire risque-t-il de demander à l'AIFM de s'abstenir d'investir dans certains marchés ?*  
*Éric Wohleber, comment verriez-vous une telle demande de la part de votre dépositaire ?*

**Éric Wohleber**

Cette demande existe déjà en réalité, par exemple, c'est le cas pour les actions russes. Nous apprécions les marchés d'Europe de l'Est mais il y a des contraintes opérationnelles pour aller traiter les actions russes d'un point de vue dépositaire, ouverture de compte cash, etc. en Russie. Dans les faits, nous préférons aller acheter les actions russes à Londres, car d'un point de vue dépositaire et cash settlement, c'est plus simple. Finalement, nous avons déjà

ce type de débat avec les dépositaires qui nous accompagnent lors de ces opérations. AIFM ne va pas changer cela, car pour les gérants de grande taille et les dépositaires que nous avons ici, cela existe déjà.

**Jean Devambe**

Prenons l'exemple de la Chine, puisque c'est un sujet d'actualité, avec l'ouverture du marché chinois aux investisseurs étrangers et les fameux quotas QFII (Qualified Foreign Institutional Investors) et RQFII (Renminbi Qualified Foreign Institutional Investors), qui permettent à des gérants étrangers d'investir sur des marchés chinois. Nous sommes sur un marché exotique, assez loin de notre environnement réglementaire. En tant que dépositaire, nous accompagnons nos clients en mettant en place un cadre contractuel qui tient compte des dispositions d'AIFM. Je ne pense pas que l'accès aux actifs soit restreint ni que les gérants limitent leurs univers d'investissement. En revanche il faudra être très précis dans l'encadrement de ces activités. Quoi qu'il en soit, le mouvement est général et l'on voit mal les gérants se priver de certains marchés.

**Éric Wohleber**

Un point sur le transfert de responsabilité. Je souhaite donner le point de vue de l'activité commerciale. Je me vois mal demain proposer un FIA à un assureur, en lui expliquant que dans le prospectus, sur telle partie du portefeuille, il y a une délégation de la responsabilité. Ce serait une remise en cause totale du rapport de confiance que nous sommes en train de créer. Donc je dirais qu'il y a les contraintes opérationnelles sur la relation entre le prime broker et le dépositaire, c'est un fait, mais il y a aussi in fine l'avis de l'investisseur, car il voudra savoir s'il est couvert ou non. Et si le prime broker est Lehman Brothers, qu'arrive-t-il ?

**Patrice Bergé-Vincent**

*Même question pour les acteurs de l'immobilier. Arnaud Dewachter, craignez-vous que le dépositaire de fonds immobiliers ne souhaite pas aller sur certains marchés un peu exotiques ?*

**Arnaud Dewachter**

Aujourd'hui l'exotisme dans les fonds immobiliers de droit français est très limité. Nous travaillons beaucoup sur des produits franco-français, investis en France. Nous avons quelques exemples d'investissements hors frontières sur les SCPI notamment, je pense à la Belgique et encore c'est Bruxelles, et à l'Allemagne, et ce n'est pas très loin. Donc cela reste encore très limité. Cela dit, en y réfléchissant bien, il peut y avoir des cas de développement, probablement plus avec les OPCV que les SCPI dans les marchés étrangers, faute d'être exotiques, dans des temps assez proches. J'ajoute un exemple cette fois immédiat, celui de nos voisins Allemands, qui comme vous le savez, ont promu un certain nombre de fonds dit retail destinés à une clientèle mass market, avec à l'actif des immeubles à Mexico, à Kuala Lumpur ou à Tokyo. Donc, nous aurons dans les temps futurs un sujet de remontée d'information, puisqu'au cas particulier des immeubles à gérer à l'étranger, nous avons un niveau de flux quotidiens comptables et/ou bancaires qu'il faudra gérer et transmettre au dépositaire sans délai. C'est un peu compliqué à imaginer aujourd'hui, bien que je pense que cela risque d'être une voie pour le futur. Dans le plan de relations contractuelles entre le gestionnaire du fonds et le dépositaire, il faudra être tout à fait explicite sur les limites à ne pas dépasser pour mettre l'investisseur à l'aise avec ses placements étrangers ou exotiques.

**Michèle Besse**

Une précision supplémentaire sur la partie immobilière. Nous avons des investissements plutôt physiques, car ce sont des immeubles qui sont achetés directement. Nous ne sommes pas dans la tenue de compte-conservation au niveau du dépositaire, mais dans la tenue de position.

**Patrice Bergé-Vincent**

*... avec une obligation de vérifier annuellement avec la directive AIFM le droit de propriété du fonds. Cela ne vous pose pas un problème quand l'immeuble est sis à l'étranger ?*

## Table ronde 1 - Les conséquences de l'obligation de désigner un dépositaire unique avec un tel niveau de responsabilité (suite)

### Michèle Besse

Si, mais même pour les immeubles en France cela n'est pas aussi simple. Au moment de l'achat c'est relativement simple, nous obtenons l'acte notarié et nous essaierons d'obtenir, pour les autres pays, un document qui aura une valeur identique à cet acte. Cependant, durant toute la vie de l'OPCI ou de la SCPI, il faudra, une fois par an, vérifier cette propriété. C'est réellement une obligation du dépositaire. Il faut vérifier la propriété et l'enregistrer dans ses livres. Pour mettre en place cette vérification, nous essayons de définir avec le groupe de travail ASPIM/AFTI un document officiel qui permettra d'être confortable pour le dépositaire et de pouvoir assurer chaque année que le véhicule est bien propriétaire de cet immeuble. L'objectif de ce groupe de travail est de définir les bonnes pratiques entre la société de gestion et le dépositaire.

Pour la France, par exemple, nous envisageons une attestation du greffe des hypothèques, pour ce contrôle de propriété. Pour les autres pays, nous réfléchissons à un document équivalent.

### Arnaud Dewachter

Cependant, il n'y a pas forcément un notaire dans tous les pays du monde, donc il va falloir trouver des références juridiques qui permettent de sécuriser la vérification annuelle de la propriété de tel ou tel actif. En Malaisie ou au Mexique, je ne sais pas à l'heure actuelle, comment cela se passe.

### Patrice Bergé-Vincent

*En ce qui concerne les méthodes de conservation des actifs, Laure Delahousse, l'AFG a beaucoup travaillé pour obtenir une obligation de ségrégation en trois masses. Quel impact va avoir cette obligation sur les méthodes de conservation ?*

### Laure Delahousse

L'AFG a toujours défendu l'importance d'une ségrégation en 3 masses, c'est-à-dire les comptes propres, les clients et les OPCVM à part, parce que nous pensons que cela ajoute à la sécurité de nos clients. Dans la mesure, où en cas de problème, les actifs qui

reviennent aux OPCVM sont immédiatement identifiables, côté gérant cela nous permet de répondre à notre obligation de liquidité sans avoir de délai éventuel ou d'incertitude sur les actifs qui appartiennent aux OPCVM.

### Jean Devambe

Il n'y a pas d'impact sur les méthodes de conservation. Nous pratiquons déjà la ségrégation, il s'agit seulement d'une troisième masse de titres. En revanche il y aura un sujet de migration : AIFM représente plus de 50 % des fonds en France, donc si l'on veut ségréguer les actifs des fonds AIFM en France c'est 50 % des actifs qui vont devoir migrer sur une nouvelle nature de compte, le jour où ils deviendront AIFM. Les processus de règlement seront également impactés par cette ségrégation. Aujourd'hui, un asset manager français qui gère des fonds UCITS et des fonds FIA donne des instructions de règlement/livraison à son broker-contrepartie et celui-ci a une instruction pour l'ensemble de ces fonds. Demain, il devra forcément préciser la nature des comptes. Cela va donc compliquer les choses et impliquer un risque opérationnel si l'information n'est pas correctement transmise.

## Annexe : Les bonnes pratiques de l'AFTI appliquées par les dépositaires français couvrent...



Utilisez la loupe pour zoomer dans le visuel

13

- Code de bonne conduite du Dépositaire
- Modèle de convention dépositaire / société de gestion (rédigé conjointement avec l'AFG)
- Modèle de contrat pour l'échange d'information entre dépositaires (fonds maîtres et nourriciers)
- Charte des bonnes pratiques professionnelles de l'administrateur de fonds

### Bientôt disponibles dans le cadre d'AIFM :

- Charte des bonnes pratiques de l'évaluateur externe indépendant
- Guide des relations dépositaires / sociétés de gestion secteur du capital-investissement (élaboré conjointement avec l'AFIC et l'AFG)
- Guide des relations dépositaires / sociétés de gestion secteur de l'immobilier (élaboré conjointement avec l'ASPIM et l'AFG)



**Table ronde 1 - Les conséquences de l'obligation de désigner un dépositaire unique avec un tel niveau de responsabilité (suite)****Michèle Besse**

Même réponse. C'est un travail supplémentaire mais il n'y a pas de difficulté.

**Patrice Bergé-Vincent**

*Toujours dans les méthodes de conservation, sur certains marchés, envisagez-vous de garder le réseau de sous-conservateurs tiers ou envisagez-vous, alternativement, d'être dépositaire directement dans ces marchés-là, par auto-sécurité?*

**Michèle Besse**

Actuellement sur certains marchés nous avons notre propre réseau de sous-conservateurs, sur d'autres nous avons des sous-conservateurs externes. Notre positionnement à l'international est dépendant de l'évolution des marchés ou des opportunités. AIFM n'a pas d'impact dans ce domaine.

**Jean Devambe**

AIFM ne change pas grand-chose, nous sommes d'accord là-dessus. Nous sommes très contents d'avoir 90 % des actifs de nos clients dans notre propre réseau de sous-conservation car cela nous donne plus de confort vis-à-vis de l'obligation de restitution et c'est un élément de protection supplémentaire pour nos clients, mais d'autres critères entrent en compte pour ouvrir de nouveaux marchés. Nous avons en revanche encore des questions sur la partie des actifs que nos clients détiennent chez les ICSD qui utilisent eux-mêmes un réseau de sous conservateurs que nous ne maîtrisons pas.

**Patrice Bergé-Vincent**

*Une autre question : dans la directive, lorsque les actifs sous-jacents sont enregistrés auprès d'un transfer agents (TA) au nom du dépositaire, ces actifs deviennent en conservation pour le dépositaire. Comment allez-vous traiter cet aspect-là ? Est-ce que cela apporte des obligations supplémentaires pour vous ? Qu'est-ce que cela va changer pour les gestionnaires d'actifs ?*

**Michèle Besse**

Nous serons clairement en tenue de compte-conservation. Nous réfléchissons à mettre en place des due diligences au niveau de ces transfer agents. Cependant une question s'ouvre car les transfer agents ne sont pas des sous-conservateurs et nous faisons de la tenue de compte-conservation pour des actifs qui ne sont pas conservés par des sous-conservateurs. Ces actifs tenus dans un registre TA sont en dehors de la définition des articles 100 et 101 qui définissent les clauses liées à la perte des actifs en conservation. Nous ne savons pas très bien comment articuler l'ensemble de ces points. Nous attendons quelques éclaircissements de la part de l'AMF, au niveau de la transposition d'AIFM dans le Règlement Général.

Nous pourrions proposer à nos clients d'investir directement auprès de certains TA si nous estimons que notre responsabilité est trop engagée en cas de tenue de compte conservation auprès d'un TA dont le résultat des due diligences ne correspondrait pas à nos attentes. Dans ce cas-là nous nous retrouvons en tenue de position, et donc les actifs sont enregistrés au nom de l'AIF ou de la société de gestion.

**Patrice Bergé-Vincent**

*Il y aurait donc des marchés où vous pourriez demander à l'AIFM de ne pas investir parce que vous n'êtes pas sûr de la qualité du TA ?*

**Michèle Besse**

Exactement.

**Jean Devambe**

Oui, même raisonnement, nous allons développer les due diligences, sachant que nos clients sociétés de gestion effectuent déjà des due diligences, cependant nous allons les compléter avec eux sur la partie TA. Pour répondre à votre question, cela peut être le cas, soit parce que le cadre réglementaire du marché est différent, soit parce que l'acteur TA n'est pas tout à fait aux normes de ce que l'on attend. Ceci étant nous souhaitons continuer à offrir un service de conservation sur les

fonds qui sont en registre, et nous parlons ici d'exceptions.

**Patrice Bergé-Vincent**

*La question la plus difficile de cette table ronde : est-ce que vous pensez que les coûts, les honoraires payés, les commissions payées aux dépositaires vont augmenter ?*

**Laure Delahousse**

Il ne faudrait pas bien sûr dans l'idéal. Nous avons vu que les responsabilités et le rôle du dépositaire vont changer. L'impact ne va pas être le même pour les différents fonds. Il faut bien garder en tête qu'il y a une question de compétitivité derrière cela, si les coûts augmentaient de façon délirante du côté dépositaire, les frais de gestion devraient augmenter et cela engendrerait un problème de compétitivité par rapport à nos concurrents européens. Ensuite l'impact en termes de coûts doit être rationalisé, il faut le minimiser compte tenu des contraintes supplémentaires. L'impact sera forcément différent en fonction des fonds. Sur les fonds sur lesquels il y avait déjà des dépositaires, y compris pour les gestionnaires spécialisés, d'OPCI et de FCPR, l'impact en coût sera plus limité que sur des fonds sur lesquels il n'y avait pas du tout de dépositaire. Encore une fois, nous devons travailler en bonne intelligence avec les dépositaires pour avoir des solutions pragmatiques qui permettent de ne pas faire exploser les coûts.

**Patrice Bergé-Vincent**

*Pour les dépositaires, l'obligation de surveillance des flux espèces va-t-elle augmenter les frais et donc in fine les commissions ?*

**Arnaud Dewachter**

Je vais essayer de répondre aux deux questions qui se rejoignent. Je ne suis pas très inquiet, car Patrice Bergé-Vincent disait que le dépositaire n'est pas un coût mais une valeur ajoutée, certes, mais j'ai vu des valeurs ajoutées qui étaient moins chères que d'autres. D'autre part, mes adhérents me disent que si le marché français des dépositaires n'est certes pas monopolistique, il n'est pas très éclaté. Par conséquent, le jeu de la concu-

**Table ronde 1 - Les conséquences de l'obligation de désigner un dépositaire unique avec un tel niveau de responsabilité (fin)**

rence peut aussi ne pas être complètement optimisé d'emblée. Cela dit, je pense qu'il faut arriver à une solution équilibrée qui satisfasse toutes les parties. Vous avez pu remarquer que nos clients sont extrêmement inquiets sur ce sujet et nous pouvons partager cette inquiétude. Certains ont même cru bon d'interroger le Ministre de l'économie et des finances pour savoir combien va coûter le dépositaire sur les SCPI. Nous devons donc aboutir à une solution qui soit équilibrée pour chacun en termes de sécurité, d'optimisation des processus, sans que cela vienne rogner excessivement le rendement des SCPI. À propos du cash monitoring, qui est un sujet de préoccupation immédiate avec l'AFTI, nous essayons en étroite collaboration avec l'AMF de trouver un dispositif qui soit le plus judicieux possible, c'est-à-dire quelque chose qui, in fine, respecte l'esprit du texte de la directive sans pour autant aboutir à une coûteuse usine à gaz. Ce n'est pas simple car les dispositions de la directive dans son niveau 2, précisément l'article 86, sont très prescriptives et risquent d'avoir des impacts forts. Nous sommes donc au stade où nous travaillons en bonne intelligence avec le représentant du dépositaire pour placer le curseur à l'endroit le plus approprié. Encore une fois c'est une préoccupation très forte.

**Jean Devambe**

Je voudrais dire que nous avons une chance extraordinaire en France puisque nous avons un marché bien organisé avec des acteurs de taille européenne et mondiale. Cela permet d'avoir des discussions constructives et très poussées et de garantir une grande proximité de la part des dépositaires envers les sociétés de gestion. Ce n'est pas le cas partout en Europe. Sur la partie coût, il y aura des éléments nouveaux liés aux nouvelles obligations et à la sécurité renforcée des investisseurs mais le modèle français étant très proche de la cible AIFM, ils seront très limités. Nous pensons de plus que par l'effet d'échelle et par notre taille, nous sommes bien placés pour proposer des services efficaces au meilleur prix.

**Patrice Bergé-Vincent**

*Une dernière question, toujours en lien avec les coûts et l'obligation de surveillance des*

*flux espèces pour les dépositaires. Il peut y avoir une synergie entre cette obligation et la faculté de se voir confier pour le dépositaire la valorisation du fonds. Envisagez-vous de confier la valorisation du fonds à votre dépositaire pour chercher cette synergie et économiser sur les coûts?*

**Laure Delahousse**

Il y a deux sujets : le sujet valorisation et le sujet évaluation. La valorisation se fait déjà largement de façon externe et je pense que la tendance va se confirmer. En ce qui concerne l'évaluation, elle doit être faite de façon indépendante selon AIFM. En France, nous avons l'obligation de le faire de façon externe pour les fonds immobiliers, les OPCV en particulier. Il n'y a pas de raison que cela change. En revanche pour d'autres fonds, par exemple les FCPR, l'évaluation indépendante va poser un problème d'organisation à la société de gestion. Cela va être un chantier important pour les sociétés de gestion pour pouvoir répondre à cette obligation d'AIFM.

**Arnaud Dewachter**

Effectivement, nous avons deux métiers qui sont assez différents. Cela relève des caractéristiques propres aux fonds immobiliers. Nous avons des immeubles à l'actif des fonds immobiliers et donc les experts immobiliers sont chargés de valoriser les immeubles en fonction des différentes conditions de marché. Tout cela va nous pousser à une optimisation des processus pour communiquer l'information des uns à destination des autres. À la place qui est la mienne, je suis attaché à la liberté d'action du gestionnaire, qui doit être en mesure de pouvoir ou de ne pas pouvoir utiliser les services de tel ou tel prestataire. À chacun selon ses caractéristiques et son envie de faire ou de ne pas faire et en fonction de son business plan évidemment, le tout dans l'intérêt exclusif de l'investisseur.

**Éric Wohleber**

Sans entrer dans les détails, nous ne sommes pas dans une problématique d'optimisation des coûts. Globalement, AIFM s'inscrit dans une logique où il faut plus de contrôle et de sécurité et cela génère des coûts. Une

industrie qui devient plus mature, c'est une industrie qui voit ses marges réduites. Mais c'est aussi une industrie qui aura des acteurs plus solides et qui inspireront plus confiance qu'auparavant. Ce qu'il faut voir ici, c'est que par rapport à ce développement des coûts, qui va être capable d'y faire face. Car tous les établissements qui sont déjà organisés, structurés, doivent se dire qu'ils vont pouvoir travailler parce qu'ils sont prêts à faire face à ces nouveaux investissements. Ceux qui étaient au milieu du gué et qui hésitaient encore entre des choix stratégiques risquent de ne pas pouvoir s'engager dans cette voie-là. Donc je dirais qu'AIFM va entraîner de par les coûts, de par plus de contrôles et de reporting, une modification de l'approche commerciale. Et seuls pourront y faire face ceux qui sont bien organisés.

**Patrice Bergé Vincent**

*Est-ce que Société Générale Securities Services sera prêt le 23 juillet pour accueillir les premiers AIFM?*

**Michèle Besse**

Oui, bien sûr. Un dernier mot sur les nouvelles obligations et le fait que nous pourrions être tentés de vouloir avoir le valorisateur et le dépositaire dans la même maison. Nous avons en France une architecture ouverte et c'est quelque chose de très positif qu'il faut conserver. Nous avons travaillé, pour la partie cash monitoring, avec les différentes associations et avec notre régulateur pour trouver une solution qui nous permette d'être confortables avec cette architecture ouverte et je pense que cela est réellement un point très important. ➔

## Table ronde 2 - Quelle valeur ajoutée un dépositaire français peut-il apporter pour mieux servir les intérêts de la gestion ?

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

Si nous nous positionnons du point de vue des opportunités que peut offrir la directive, non aux asset managers, mais aux asset servicers, nous, l'AFTI, considérons que nous pouvons valablement nous enorgueillir d'un véritable savoir-faire de compétences, d'expertises, de moyens humains et financiers et c'est ce que nous avons essayé de décrire dans le rapport intitulé « Pourquoi les dépositaires français sont-ils mieux positionnés pour servir la gestion alternative ? » disponible en français et en anglais\*. Nous sommes tellement convaincus de notre expertise, de ces atouts et de ces forces, que nous avons eu envie dans le cadre de cette seconde table ronde de les challenger avec les représentants des asset managers et avec les représentants des investisseurs. J'ai la chance d'animer un panel tout aussi prestigieux que le premier, avec :

- **Jean Eyraud**, Président de l'AF2I qui nous donnera l'avis des investisseurs institutionnels sur tous les sujets dont on peut débattre dans le cadre de la mise en œuvre d'AIFM,
- **Emeric Laforêt**, Secrétaire Général (Business Development) du groupe CACEIS, côté dépositaire,
- **Olivier Laurent**, Director Alternative

Investments Product Management chez RBC Investor Services,

- **Jean-Christophe Morandeau**, Directeur Juridique de Natixis Asset Management, qui nous donnera la vision d'un asset manager français, basé en France mais à dimension européenne.
- **France Vassaux**, Directrice des Affaires Juridiques et Fiscales de l'AFIC avec qui nous travaillons étroitement sur tous ces sujets, car nous ne serions pas au complet pour parler d'AIFM sans la voix du capital investissement.

*Je vous propose une première question introductive: considérez-vous que le dépositaire soit uniquement un centre de coûts ou, au contraire, peut-il être une source de valeur ajoutée? Et vous semble-t-il que les dépositaires français soient mieux avancés que leurs homologues européens?*

### Jean Eyraud

Tout d'abord, en tant que représentant les investisseurs institutionnels, je ne peux que me féliciter d'avoir en France des banques

dépositaires de très grande qualité, de taille mondiale et disposant de réseaux internationaux à qui l'on peut confier n'importe quel fonds partout en Europe avec les mêmes processus de conservation et de valorisation. En second lieu, nos banques dépositaires ont déjà, au-delà de la fonction pure de conservation des actifs, développé des métiers autour de la conservation, soit directement, soit par le biais de leurs filiales. Je pense, par exemple, à la valorisation des fonds, la gestion du collatéral, le reporting – qui est aujourd'hui extrêmement important pour les investisseurs institutionnels –, la consolidation de positions et l'agrégation des portefeuilles, afin par exemple de nous permettre de vérifier en permanence nos ratios et notre conformité vis-à-vis de Solvency 2, etc.

### Emeric Laforêt

Je dirais que dans le monde UCITS, et donc depuis un certain temps, nous n'entendons plus le terme de « dépositaire-centre de coûts ». Je crois que tous les gestionnaires de fonds UCITS reconnaissent que leur dépositaire est autre chose qu'un centre de coûts

\* Voir page 21.

## Part de marché des dépositaires français en Europe (décembre 2012)



Source : EFAMA - AFTI



- Actifs en dépôt chez les dépositaires français  
3.567 Milliards d'Euros
- Actifs en dépôt chez les autres dépositaires

Actif net géré pour les fonds d'investissement européens (OPCVM et non OPCVM) = 8,944 Milliards d'euros

**Table ronde 2 - Quelle valeur ajoutée un dépositaire français peut-il apporter pour mieux servir les intérêts de la gestion ? (suite)**

et je suis absolument persuadé que dans le monde alternatif, nous n'entendons plus très longtemps cette expression. En tant que dépositaire, nous rendons non seulement les services réglementaires minimaux, mais aussi comme vous venez de le dire d'autres services intéressants pour nos clients. Les gestionnaires le savent, les investisseurs peut-être un peu moins; mais je pense qu'assez vite les gestionnaires et les asset servicers dépasseront ces mots-là dans le cadre d'AIFM.

Concernant la deuxième question, à savoir est-ce que les dépositaires français ont un temps d'avance par rapport à la concurrence, je vais essayer d'être un peu caricatural: les seuls asset servicers globaux européens sont les asset servicers d'origine française. Il y a quelques grands groupes qui ont réussi dans ces métiers et je pense que c'est pour cela que nous sommes plus avancés, parce que le marché s'est consolidé et nous avons un temps d'avance, pas seulement en tant que dépositaires de fonds alternatifs, mais en tant qu'asset servicers au sens large. Nous sommes tous des « globaux » et nous couvrons tous un nombre de marchés extrêmement important, nous vous offrons beaucoup de services, le temps d'avance me paraît assez naturel, ou du moins non contestable.

**Oliver Laurent**

Je pense qu'il est important de remettre en perspective également l'obligation pour tous les asset managers alternatifs en Europe de faire appel à un dépositaire et cela permet de renforcer la conscience vis-à-vis des investisseurs institutionnels. Ce qu'il est intéressant de constater c'est qu'historiquement, la gestion alternative, et en particulier la gestion hedge funds, était constituée à plus de 80 % de hedge funds Caïmans qui étaient sans dépositaire. Nous commençons aujourd'hui à voir des asset managers en France et à l'international qui changent le véhicule de leurs fonds pour passer de fonds Caïman à des fonds européens, y compris à des fonds français. Nous voyons bien que ce n'est pas simplement lié à l'obligation d'AIFM d'avoir des fonds européens – puisqu'il y a d'autres alternatives pour distribuer des fonds en Europe – mais réellement le bénéfice que perçoivent les asset managers à avoir une

structure AIFM avec un dépositaire pour distribuer des fonds alternatifs en Europe.

**Jean-Christophe Morandau**

Il a été mentionné précédemment que 50 % des fonds français étaient des FIA. De ce point de vue-là, ce n'est pas une révolution pour les asset managers. Nous ne faisons pas vraiment la différence entre les fonds UCITS et les fonds non-UCITS concernant les services proposés et les coûts; en ce sens donc la question ne se pose pas vraiment. Je partage complètement ce qui a été dit auparavant.

**Karina Lachgar**

*France Vassaux, comment vous positionnez-vous du côté du marché du capital investissement, qui est organisé un peu différemment de vos homologues des pays nordiques ?*

**France Vassaux**

Par rapport à l'obligation d'avoir un dépositaire, suivant le modèle français, ce n'est pas une révolution pour nous, puisque les FCPR et les FCPI connaissent déjà ce modèle. La difficulté que nous voyons porte sur le scope et notamment les véhicules non régulés jusqu'à maintenant comme par exemple les holdings ou les sociétés de capital-risque. Ce sont des véhicules essentiellement fiscaux avec des mécanismes de fonctionnement très différents et qui sont susceptibles de devenir demain des fonds d'investissement alternatifs et ainsi d'être obligés d'avoir un dépositaire. Il va falloir intégrer ces nouveaux acteurs. C'est un enjeu majeur pour les dépositaires français qui vont devoir adapter leur dispositif.

Pourquoi est-ce un enjeu majeur ? Je ne vous cache pas qu'ils ne sont pas très nombreux, puisque l'AMF dans le cadre de la transposition d'AIFM a prévu que les fonds qui n'étaient pas régulés et qui étaient en dessous des seuils n'avaient pas l'obligation d'avoir un dépositaire ni d'être société de gestion. Cependant certains seront au-dessus de ces seuils et je crains que vous ne deviez entrer dans du sur-mesure, puisqu'il s'agit de véhicules qui ne fonctionnent pas du tout comme un FCP - ce peut être une société en commandite, une société par actions ou une SAS, les modèles

sont extrêmement variés – avec des schémas de gouvernance également très différents et des règles qui leur sont spécifiques.

Il faut donc avoir bien en tête l'arrivée de ces nouveaux acteurs, qui devraient être quelques dizaines. Concernant ce qui est hors-scope SCR et ce qui est holdings, le capital investissement ne sait pas exactement sur quel type de population il va se retrouver. Au niveau des diagnostics, nous sommes plutôt en dessous des seuils. Enfin, concernant les SCR, une autre population est identifiée, celle des SCR cotées: un autre scope avec d'autres mécanismes de fonctionnement qu'il faudra intégrer.

**Karima Lachgar**

Les sous-thèmes que nous souhaitons aborder autour du sujet de la valeur ajoutée qu'un dépositaire français peut apporter pour servir les intérêts de la gestion française sont:

- La capacité des asset servicers français à accompagner les asset managers, quelle que soit la typologie de FIA et quelle que soit la stratégie d'investissement
- La sécurité des actifs
- L'évaluation indépendante des actifs, sous le prisme gestion spécialisée et capital investissement
- Les due diligences des dépositaires envers les sociétés de gestion
- Le clearing et l'administration du collatéral – conjonction entre AIFM et EMIR
- Les autres services à valeur ajoutée et la façon dont se positionne globalement le dépositaire dans sa relation avec l'asset manager et les autres service providers.

*Emeric Laforêt, Olivier Laurent, considérez-vous que vous êtes prêts à accompagner les gestionnaires de fonds alternatifs, français ou étrangers, dans les politiques de distribution et de commercialisation qu'ils voudront développer ?*

**Olivier Laurent**

La réponse est oui, mais il faut la nuancer par classe d'actifs. Comme nous l'avons vu sur le private equity et sur le real estate, il y a un modèle qui existe depuis très longtemps en France avec les FCPR, les FCPI et les OPCI

## Table ronde 2 - Quelle valeur ajoutée un dépositaire français peut-il apporter pour mieux servir les intérêts de la gestion ? (suite)

pour les fonds immobiliers, pour lesquels les dépositaires français sont en avance vis-à-vis de ce qui se fait dans d'autres pays et je pense que nous pourrions capitaliser sur cette structure pour qu'il y ait une distribution de ces fonds en Europe. Pour la partie hedge funds, il y a la question du modèle avec les prime brokers en France, et pour remettre les choses en perspective, disons qu'un dépositaire touchera peut-être 10 points de base s'il est prêt à être dépositaire pour un hedge fund avec prime broker mais avec un potentiel risque qui représenterait la totalité des actifs – ce qui ferait un rapport de 1 à 1000, entre d'un côté la rémunération reçue et de l'autre le risque qui existe. Il y a actuellement une discussion sur ces modèles avec les prime brokers. Il y aura certainement beaucoup de stratégies hedge funds avec ce qu'on appelle du « synthétique » pour lequel les dépositaires ont développé des plateformes et sont prêts. Mais il y aura également et malheureusement quelques stratégies différentes, quelques pays où il ne sera pas possible de faire du synthétique, et se pose alors la question des modèles mis en place entre le dépositaire et les prime brokers.

Aujourd'hui, je pense qu'en France, il devrait se passer un peu de temps avant de revoir les modèles de prime brokers pour des fonds de droit français, notamment parce qu'il y a très peu de prime brokers français et que les premiers modèles que nous aurons seront ce qu'on appelle des modèles « intégrés » - lorsque le prime broker appartiendra au même groupe que le dépositaire - ce qui n'existe pas aujourd'hui.

### Emeric Laforêt

Je donnerai la même réponse que mon collègue de RBC. Par principe, nous n'avons aucune raison de refuser des classes d'actifs, d'autant que la plupart du temps nous en sommes déjà dépositaire.

Concernant les prime brokers, je suis peut-être moins inquiet sur cette activité (hedge funds). Je pense que les relations entre les dépositaires et les prime brokers se réguleront inévitablement dans le cadre d'AIFM. Ces relations passent d'un monde qui était un peu flou, à un monde qui devient un peu

plus rigide. L'intérêt des prime brokers, des sociétés de gestion et des dépositaires est tout de même de travailler ensemble de la façon la plus coopérative possible. En ce moment chez Caceis, mais je suis persuadé pour mes collègues également, nous avons des discussions avec des prime brokers afin de voir comment nous allons travailler dans le cadre d'AIFM. Nous découvrons que dans l'esprit des grands prime brokers mondiaux, il y a des choses très différentes et parfois contradictoires avec la compréhension que nous pouvons avoir de la directive AIFM. Cependant, nous nous parlons et savons qu'en fin de compte, nous sommes condamnés à trouver une solution. Donc, les relations mettront peut-être du temps à se régulariser, même si le processus a déjà commencé, mais nous y viendrons.

Caceis est dépositaire dans beaucoup de pays européens et il nous arrive parfois de marquer un refus, non sur des hedge funds, mais sur des classes d'actifs un peu étranges que je ne saurais qualifier. Il existe des véhicules qui investissent dans des actifs qui ne sont ni de l'immobilier, ni du private equity, ni des valeurs mobilières, ni même des « valeurs » que les banquiers connaissent un peu, mais des actifs vraiment très spécifiques. Le degré zéro de la directive AIFM consiste à vérifier le droit de propriété du client sur un actif, et dans ce cas, nous ne savons honnêtement pas le faire. Ainsi nous refusons. Il sera un peu difficile de réguler cela dans le cadre d'AIFM. Peut-être verrons-nous des fonds qui ne seront couverts ni par UCITS, ni par AIFM et dans dix ans nous ferons alors une directive pour les réguler.

### Karima Lachgar

Cela pourrait arriver plus vite que cela : dans UCITS 6 déjà nous en parlons et peut-être dans AIFM 2.

*Pour faire un focus sur le secteur du private equity, toujours sur cette même question, l'AFIC considère-t-elle que le fait que les asset servicers français soient dotés du statut d'établissement de crédit, peut constituer un avantage, compte tenu des missions et du niveau de responsabilités imposés par l'article 21, par rapport à des compétiteurs homologues qui ont un statut différent ?*

### France Vassaux

Tout d'abord, le capital investissement n'utilise pas de prime broker et près de 90 % du portefeuille est de la tenue de position – pas d'obligation de restitution. Maintenant, concernant le modèle français, où l'on fait appel à un établissement bancaire mais pas seulement, ce sont en fait des professions financières réglementées qui ont la possibilité d'avoir le statut de dépositaire, cela est dans notre culture et ne nous pose pas de problème.

La difficulté que nous rencontrons réside dans la culture des autres pays européens. Lorsque nous assistons à des groupes de travail, notamment au Public Affairs Executive (organisée entre toutes les associations européennes de private equity), nous sentons de la part des autres acteurs du capital investissement une réelle inquiétude sur l'arrivée du dépositaire sur ce marché. Nous comprenons cette inquiétude pour des raisons tout d'abord historiques, par rapport à ce qui s'est passé en France : les sociétés de capital investissement ne comprennent pas ou n'ont pas toujours compris quel était le métier du dépositaire. C'est pour cela que nous avons monté un groupe de travail avec l'AFTI, pour permettre aux sociétés de gestion de mieux comprendre le métier du dépositaire et aux dépositaires le métier du capital investissement. Cet échange s'avère très positif et nous espérons sortir d'ici la fin de l'année un document suffisamment pédagogique, et je l'espère traduit en anglais, pour pouvoir être diffusé au plus grand nombre d'acteurs du capital investissement en Europe.

Le second point que je souhaitais aborder, c'est qu'il existe déjà des dispositifs dans d'autres pays européens, qui ne sont pas sous forme de dépositaire. Je pense notamment aux administrateurs anglais, qui exercent une partie de l'activité du dépositaire : tenue de registre, tenue de position, ils ont aussi un rôle en matière de lutte anti-blanchiment – ils font les due diligences notamment sur les investisseurs et les investissements dans les participations. Ainsi, d'autres métiers existent avec une autre approche très anglo-saxonne, au niveau des limited partnerships. N'oubliez pas que les partnerships, qui sont le modèle du capital investissement en Europe outre-

**Table ronde 2 - Quelle valeur ajoutée un dépositaire français peut-il apporter pour mieux servir les intérêts de la gestion ? (suite)**

Manche, fonctionnent depuis maintenant 400 ans et n'entrent pas vraiment dans une case. Alors, essayer d'intégrer dans ce modèle l'arrivée des dépositaires sera compliqué, parce qu'il y aura des barrages culturels et des incompréhensions de leur part. L'autre difficulté sera la diversité des types de produits de capital investissement qui existent en Europe. L'exemple le plus marquant est celui du Danemark, où les fonds sont sous forme d'association. Comment être dépositaire d'une association ?

Beaucoup de fonds européens sont de toute petite taille. Un fonds de capital investissement de 30 millions d'euros est considéré en Europe comme un fonds de taille honorable. Ce ne sont donc pas des encours énormes et le coût du dépositaire impactera d'autant plus les frais fixes du fonds. Ceci constitue également un sujet d'inquiétude pour eux. Il faut donc rassurer et faire preuve de beaucoup de pédagogie sur le modèle français.

**Olivier Laurent**

À ce sujet, j'étais il y a un an à une conférence à Londres sur AIFM, notamment sur le thème du private equity. À ce moment-là, les Anglais étaient persuadés que les frais de dépositaire allaient représenter quelque chose de l'ordre de 30 à 50 points de base. Il y avait à l'époque une méconnaissance totale de la fonction du dépositaire et des tarifs des services additionnels qui allaient être appliqués. Il y a une véritable opportunité pour les dépositaires français d'aller expliquer le modèle en France, mais aussi en Europe, comment s'inscrit le private equity dans le mode opératoire, la valeur ajoutée qu'ils apportent dans le suivi des investissements et des cash-flows et également la partie tarifaire qui est très loin de ce qu'ils ont en tête.

**Karima Lachgar**

Comme le disait France Vassaux, il va y avoir une césure naturelle liée aux effets de seuils entre des véhicules, bien connus de l'ensemble des marchés européens, au-dessus des 500 millions d'euros, et des structures très spécifiques à des marchés locaux qui ne seront probablement jamais AIFM et qui devront vraisemblablement se conformer au règlement

venture capital, qui leur offrira néanmoins un passeport européen.

*Si l'on passe maintenant au 2<sup>e</sup> sous-thème sur la sécurité des actifs, Jean Eyraud et Jean-Christophe Morandau, pourriez-vous nous donner vos points de vue sur ce que représente la sécurité des actifs pour les asset managers français ?*

**Jean Eyraud**

Pour l'investisseur institutionnel, le sujet numéro 1 est et restera la sécurité financière globale. Sur ce plan, le modèle français, qui repose à la fois sur des établissements de crédits régulés et sur une forte expertise liée à la fonction historique des dépositaires en France, est un sujet qui rassure plus qu'il n'inquiète. Le fait d'être à la fois gardien d'actifs, contrôleur des opérations de la société de gestion, ajouté à la ségrégation des actifs, tout cela parle à l'investisseur institutionnel.

Bien entendu, nous sommes proches et toujours partisans du modèle de restitution des actifs, à telle enseigne qu'un certain nombre d'investisseurs français continuent de refuser d'investir dans des fonds au Luxembourg ou en Irlande. De ce fait, je ne suis pas sûr qu'il y ait autant de développements par des gérants français d'AIF à l'étranger – avec une responsabilité réduite – que l'on puisse imaginer. Ce qui est clair, c'est que la fonction de dépositaire est très large et il serait utile que l'on décrive de manière très pratique les missions, la responsabilité et le fonctionnement d'un dépositaire pour tous les types de fonds qui peuvent exister, que ce soit des OPCVM ou des FIA. Exemple : Il n'est déjà pas évident que les banques dépositaires contrôlent effectivement les opérations sur la base de ce qui est écrit, au-delà du prospectus, dans les guidelines d'un fonds signées entre le gérant et le client d'un fonds. Quel est le rôle exact d'un dépositaire dans le cash monitoring d'une SCPI ? Le sujet mérite que l'on y travaille pour expliquer simplement aux investisseurs ce qu'est la fonction dépositaire, en particulier dans un FIA.

Le reporting des fonds a pris beaucoup plus d'importance qu'auparavant. La maîtrise de l'information financière sur les portefeuilles

et la consolidation, qui va d'ailleurs être renforcée avec IFRS 10, sont désormais fondamentales.

**Jean-Christophe Morandau**

La sécurité des actifs est effectivement un sujet très important pour les asset managers et je pense également pour les distributeurs de nos produits. AIFM était au départ un sujet de commercialisation auprès d'investisseurs institutionnels. Mais l'on s'aperçoit que les clients retail seront également concernés et lorsqu'on regarde la gamme des produits, il y aura bien une catégorie d'AIFM française destinée aux investisseurs non professionnels. S'il est vrai qu'AIFM est d'un certain point de vue plus protecteur que UCITS, nous savons également qu'en France nous avons un régime particulièrement protecteur en matière de sécurité des actifs.

Nous avons dit tout à l'heure que sur AIFM, les dépositaires avaient la possibilité de transférer leur responsabilité. Voici un sujet très pragmatique : quid des FCPE ? Cela veut-il dire que le dépositaire va pouvoir transférer une partie de sa responsabilité concernant un fonds d'épargne salariale ? C'est en tout cas un sujet sur lequel les asset managers seront particulièrement vigilants.

**Karima Lachgar**

*Toujours sur cette question, comme vient de le dire Jean-Christophe Morandau, les dépositaires français ont toujours fait bénéficier leurs clients, compte tenu du cadre national, d'un niveau maximal de protection. Avec l'environnement AIFM, Emeric Laforêt, Olivier Laurent, est-ce que cela va changer le niveau de protection, si l'on évoque par exemple le cas du sous-conservateur ou d'autres événements qui pourraient relever de cas de force majeure ?*

**Emeric Laforêt**

C'est très compliqué et très simple à la fois. AIFM et UCITS définissent de façon à peu près claire nos responsabilités et les diligences que nous devons accomplir. Maintenant, si un dépositaire de fonds classique ou de fonds FIA fait faillite, je n'aimerais pas être la société de

**Table ronde 2 - Quelle valeur ajoutée un dépositaire français peut-il apporter pour mieux servir les intérêts de la gestion ? (suite)**

gestion qui aurait choisi ce dépositaire : quelle que soit la classe d'actifs, si votre dépositaire fait faillite, vous et vos clients risquez d'être dans une situation compliquée. Le message que nous faisons collectivement passer est le fait que nous apportons (et nous sommes capables d'apporter) de la sécurité parce que nous sommes des banques, dans des groupes avec des fonds propres, et parce que nous sommes régulés par des régulateurs depuis fort longtemps. AIFM ne rendra ni pire ni meilleure pour la société de gestion la faillite du dépositaire de ses fonds. Les sociétés de gestion doivent absolument éviter de choisir

un dépositaire qui pourrait se trouver dans cette situation extrême.

**Olivier Laurent**

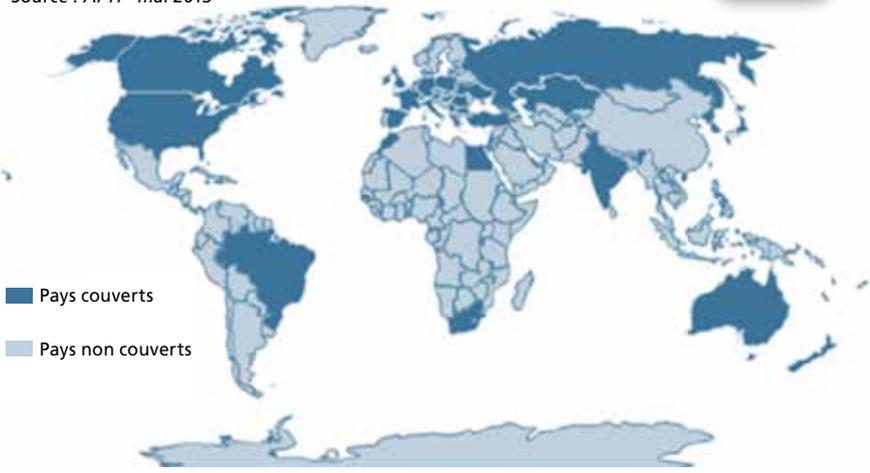
Effectivement, et c'est un bon point quand l'on pense qu'il y a près de 90 dépositaires en France, nous pouvons nous attendre à un mouvement de concentration de l'activité de dépositaire, même si cela prendra peut-être un peu de temps. Ce qui est intéressant, c'est que chez RBC la première présentation, que nous faisons à nos clients, porte sur la force financière du groupe, son rating, sa capita-

lisation boursière. Il est difficile de discuter avec un asset manager si nous ne montrons pas que nous avons des fonds propres solides et que nous pouvons supporter les coûts liés à cette activité de tenue de compte-conserver-

tion. Sur la sécurité financière, deux modèles existent. Le premier consiste à avoir un grand nombre de sous-conservateurs propres au réseau de l'institution (en se disant que la meilleure façon d'avoir la sécurité financière est d'installer son propre réseau dans un maximum de pays). L'autre modèle, celui

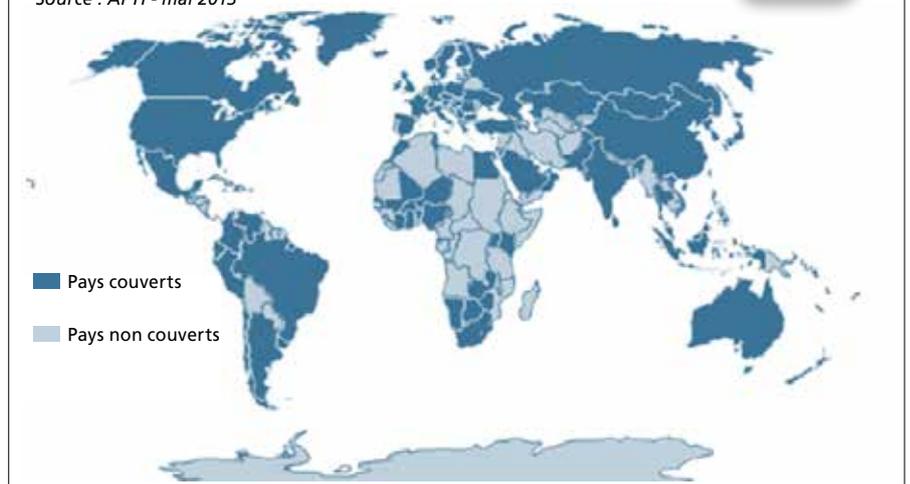
**Présence internationale directe des dépositaires français (37 pays)**

Source : AFTI - mai 2013



**Un réseau de conservation dans le monde entier (96 pays)**

Source : AFTI - mai 2013



**Table ronde 2 - Quelle valeur ajoutée un dépositaire français peut-il apporter pour mieux servir les intérêts de la gestion ? (suite)**

de RBC, consiste à être présent dans les pays où l'on possède un grand nombre d'actifs et choisir dans les autres pays le meilleur sous-conservateur, en s'appuyant sur sa solidité financière. Je pense que nous verrons encore coexister ces deux modèles, le premier présentant un risque de concentration du risque sur le dépositaire.

**Karima Lachgar**

*Si nous passions maintenant au 3<sup>e</sup> sous-thème, qui est l'évaluation indépendante des actifs? La directive AIFM autorise expressément un dépositaire à se positionner sur le service d'évaluation indépendante des actifs, sous réserve d'une politique de gestion des conflits d'intérêt exemplaire. France Vassaux, côté private equity, comment réfléchissez-vous à cette problématique de séparation fonctionnelle entre la gestion de portefeuille et l'évaluation ?*

**France Vassaux**

Nous avons toujours eu, sur le capital investissement, une approche internalisée du processus de valorisation des participations, d'abord pour des raisons évidentes de sélection en amont des sociétés non cotées. Nous sommes sur des sociétés qui ont des business models très différents et les acteurs du capital investissement doivent remplir, avant d'investir, plusieurs due diligences très complexes. Nous estimons que la personne qui suit la participation ou la personne qui est chargée de l'investissement est la plus à même de faire une proposition d'évaluation de l'entreprise. Le dispositif qui est mis en place au sein des sociétés de gestion est le suivant : il existe un comité de valorisation, la personne qui suit la valorisation fera une proposition d'évaluation qui sera challengée par les autres membres du comité d'évaluation, lequel décidera de l'évaluation retenue. Il convient ici aussi de noter le rôle du commissaire aux comptes du fonds. C'est un acteur dont nous regrettons l'absence dans la directive AIFM depuis le début, puisqu'il a dans le private equity un rôle assez déterminant. Le capital investissement ne sera donc pas le bon client pour ce service-là. Le seul cas où nous ferons appel à des évaluateurs externes sera celui des transferts de portefeuilles, puisque le code

de déontologie commun avec l'AFG prévoit de faire appel dans ce cas à un évaluateur extérieur. Mais nous irons certainement vers des acteurs spécialisés dans la valorisation des entreprises non cotées et donc plus généralement vers des cabinets d'expertise comptable et des commissaires aux comptes.

**Karima Lachgar**

*Emeric Laforêt, Olivier Laurent, est-ce que les échanges avec vos clients en ce moment sur la mise en œuvre d'AIFM rejoignent les propos de France Vassaux? Et ce pour les gérants de FIA sur des hedge funds, FIA à vocation générale, plutôt que pour des fonds très spécifiques ?*

**Emeric Laforêt**

J'aurais du mal à vous dire que nous sommes des génies de l'évaluation d'actifs en immobilier en Azerbaïdjan, puisque nous ne savons pas le faire. Le private equity n'est pas non plus toujours très facile à évaluer de façon scientifique. En revanche, nous évaluons déjà des instruments : nous faisons du middle-office et de la valorisation de dérivés OTC depuis longtemps pour certains clients, et nous essaierons d'être évaluateur indépendant au sens juridique du terme. Nous n'essaierons probablement pas sur des actifs que nous ne connaissons pas de l'intérieur, la notion d'expert étant une notion qui existe déjà beaucoup sur le marché : lorsque vous avez besoin d'une évaluation d'un actif immobilier, vous allez voir un expert immobilier etc.

**Karima Lachgar**

Je précise que l'AFTI est en train de préparer une charte sur l'expert externe en évaluation, qui couvre à ce stade un scope assez large de FIA captés par AIFM. Mais il est évident que le marché s'organise et que les asset servicers seront plus naturellement positionnés sur certains types de FIA que sur d'autres.

**Olivier Laurent**

Je pense que les trois mandats fondamentaux de l'AIFM sur les dépositaires sont la tenue de compte-conservation ou la tenue de position, le suivi des cash-flows et toute

l'activité d'oversight. Quand bien même nous saurions faire une valorisation d'entreprises cotées, nous aurions du mal à la positionner vis-à-vis de la fonction de contrôle dépositaire. Le point fort du système en France est cette fonction de contrôle dépositaire, qui est, par exemple, tout à fait nouvelle au Luxembourg. Pour ce qui est des prestations de valorisation, nous faisons également de la valorisation sur dérivés OTC, mais juridiquement, elle sera positionnée dans notre métier de valorisation de fonds afin, justement, de disposer d'une bonne séparation entre ce qui est fait par le dépositaire et ce qui est fait au titre de la valorisation et des services à valeur ajoutée. Et ce, même si au final nous sommes toujours au sein du même groupe.

**Karima Lachgar**

*Évoquons maintenant le sujet des due diligences et de la surveillance des décisions qui sont prises par les asset managers. Une question au représentant des asset managers : est-ce que vous estimez qu'à la faveur d'AIFM, les dépositaires français vont être un peu plus intrusifs dans le cadre de leur mission de surveillance ? Et cela va-t-il se traduire par de nouveaux set ups à mettre en place ou des visites plus régulières des dépositaires dans vos structures ?*

**Jean-Christophe Morandau**

Non, pour les fonds à typologie de gestion proche des fonds UCITS, le dispositif existant devrait perdurer. Il n'y a pas de raison de le bouleverser.

**France Vassaux**

Je rejoins tout à fait ce que dit Jean-Christophe, il n'y a pas de raison que cela change.

**Karima Lachgar**

Les guides que nous rédigeons avec les différentes associations doivent nous permettre de fluidifier et d'optimiser les échanges entre acteurs.

*Si nous abordions maintenant le sujet des services additionnels? Nous avons évoqué l'évaluation indépendante des actifs; un*

**Table ronde 2 - Quelle valeur ajoutée un dépositaire français peut-il apporter pour mieux servir les intérêts de la gestion ? (suite)**

*autre service constitue une préoccupation croissante pour les asset managers, il s'agit de tout ce qui est lié à la mise en œuvre d'EMIR, le clearing et l'administration du collatéral. Jean-Christophe Morandea, de votre point de vue, qu'est-ce que les exigences imposées par EMIR vont changer dans votre organisation et que peuvent faire les asset servicers français ?*

**Jean-Christophe Morandea**

Il y a effectivement EMIR et il y a les orientations de l'ESMA qui couvrent les fonds UCITS. Ces réglementations sont complémentaires mais également difficilement conciliables. Le résultat est que les dépositaires ont un vrai service de valeur ajoutée à proposer – et ils l'ont d'ailleurs déjà fait. C'est là un véritable plus en matière de sourcing de collatéral, puisque les asset managers recherchent des solutions pour appliquer les différents textes. En ce qui concerne les FIA français, je crois savoir que l'AMF envisage de revenir sur l'interdiction de re-use qui figure actuellement dans son Règlement Général. Il y a donc là un vrai service à valeur ajoutée des dépositaires. Ils peuvent être de véritables partenaires pour les sociétés de gestion en leur permettant de continuer à mettre en œuvre les gestions offertes aujourd'hui aux clients.

**Karima Lachgar**

*Justement, la réponse des dépositaires : où en êtes-vous dans le développement de ces services ?*

**Olivier Laurent**

Nous avons déjà quelques asset managers qui ont décidé de faire du clearing sous EMIR et il y a toute une modification de la chaîne de traitement des dérivés qui n'est pas neutre, avec encore beaucoup d'attente de la part de l'ESMA pour spécifier ce qu'on appelle un « unique trade identifier », toute la nomenclature des trades. Les asset managers et les dépositaires vont donc devoir travailler ensemble pour ne pas altérer la chaîne de traitement sur les dérivés OTC.

Ensuite, concernant la partie du traitement du collatéral, AIFM rejoint EMIR sur le trans-

fert de propriété du collatéral. Le travail qui a été réalisé par tous les dépositaires dans le cadre d'AIFM, a consisté à s'assurer pour les contrats ISDA qui sont actuellement en place avec collatéral qu'un transfert de propriété est réalisé avec les brokers, afin de limiter le risque de restitution. Mais je dirais que là où cela se complique, c'est que très souvent les asset managers vont laisser un peu plus de collatéral que nécessaire vis-à-vis des brokers, pour faciliter les traitements quotidiens et donc il existe toujours une problématique potentielle de restitution et d'optimisation de gestion du collatéral. Ce que nous proposons aux asset managers, ce sont des reportings détaillés qui permettent de voir quels vont être les appels de marges, quelles sont les positions qui sont détenues chez les brokers, chez les dépositaires pour avoir une vision détaillée de l'ensemble des actifs.

**Emeric Laforêt**

Je pense que nous avons tous une offre d'administration, d'optimisation, voire de gestion de collatéral. Et ce pas tant à cause d'AIFM, mais parce que nos clients en avaient besoin avant tout. AIFM a simplement un peu compliqué l'exercice. Nous avons eu besoin de développer ces services indépendamment d'AIFM.

**Karima Lachgar**

*Si nous évoquons maintenant les autres services à valeur ajoutée, il y a une liste présentée dans le rapport sur la promotion des asset servicers français, tant du point de vue des investisseurs que des asset managers. Est-ce que vous estimez que le dépositaire est l'acteur le mieux positionné pour proposer ces services additionnels (administration de fonds, middle-office, reporting, support à la distribution des fonds, gestion de trésorerie) ? Pensez-vous que passer par un provider unique est une bonne solution, parce qu'elle réduit les risques et les coûts également ? Et côté dépositaire, avez-vous dû revoir vos offres à la lumière d'AIFM ? Ou considérez-vous que vous aviez déjà une très large palette de services ?*

**Jean Eyraud**

Dans la mesure où ce dispositif diminue le risque et les coûts, les investisseurs sont

contents. Mais il y a encore matière à appel d'offres et c'est cela qui nous intéresse également.

**Emeric Laforêt**

Tous les services dont vous avez parlé, nous les offrons déjà dans notre catalogue : nous les avions avant AIFM, nous les aurons avec AIFM. Notre business model vis-à-vis des sociétés de gestion au sens large est de dire, si je peux me permettre de simplifier : votre travail est de gérer et de vendre ce que vous gérez ; le nôtre est de nous occuper du reste. Nous avons développé ces services, qui sont assez peu impactés par AIFM dans leur structuration.

Il y a des choses que nous devons encore apprendre, par exemple en gestion des risques. Nous, Caceis, avons l'impression que nous avons un bel avenir dans l'assistance ou en tant que délégué des sociétés de gestion dans la gestion de leurs risques. Nous savons assez bien gérer les risques sur des stratégies plutôt hedge, plutôt marché financier. Maintenant, sur du private equity, du real estate, nous sommes un peu débutants et c'est ce genre de choses que nous devons faire. Nous avons les produits, il va falloir que nous élargissions la couverture de ces produits en classe d'actifs ou de stratégies d'investissement.

**Olivier Laurent**

Lorsque nous parlons de risk management, pour ne pas prêter à confusion, nous ne voulons en aucun cas nous substituer aux front-offices des sociétés de gestion, ou intervenir dans l'aide à la prise de décision. Notre rôle est de conforter les investisseurs dans les fonds et de façon indépendante, avoir quelques indicateurs de risques sur les portefeuilles.

Sur la partie reporting pour AIFM, je pense également qu'il sera difficile pour les dépositaires de produire la totalité des reportings, certaines données étant proches de la gestion. Donc notre rôle est plutôt d'accompagner les asset managers pour produire ces reportings réglementaires.

Dernier point, nous n'en avons pas beaucoup parlé : la tangibilité du passeport de distribu-

## Table ronde 2 - Quelle valeur ajoutée un dépositaire français peut-il apporter pour mieux servir les intérêts de la gestion ? (fin)

tion. Va-t-on avoir des fonds de droits français AIFM qui vont être distribués en Europe ? C'est en tout cas l'intention du régulateur. Le rôle du dépositaire via ses activités de transfer agent et ses réseaux de distribution, va être de faciliter la distribution des fonds et notamment des fonds de droit français en Europe.

### Jean-Christophe Morandau

Nous savons que le dispositif de commercialisation des fonds français est très particulier, mais généralement les dépositaires français l'ont déjà pris en compte, puisqu'il existe des mécanismes permettant de s'adapter à la pratique luxembourgeoise, reconnue comme la plus efficace en matière de commercialisation. Un autre point très important pour nous : il me semble qu'avec AIFM, les gérants français vont pouvoir, plus que dans le passé, gérer des fonds de droit étranger directement en devenant sociétés de gestion et non pas en étant en délégation. De ce point de vue-là, il est important pour nous, asset managers, quand nous nous adressons à un dépositaire, d'avoir un interlocuteur unique, une seule réponse quel que soit le pays dans lequel il va exercer ses fonctions. Dans le passé, nous avons pu nous apercevoir que lorsque nous nous adressions à un dépositaire, qui avait le même nom au Luxembourg, en Irlande ou en France, nous n'avions pas des réponses complètement homogènes.

### Emeric Laforêt

Je crois qu'il existe une explication à cela : les réglementations locales, que nous sommes censés respecter, sont hétérogènes. Avec AIFM, cela évoluera. Mais je crois qu'AIFM n'a pas tout résolu. Je vais citer un point : le droit de propriété des titres à l'échelle de l'Europe. Nous savons très bien qu'il ne s'agit pas d'un droit d'une homogénéité parfaite.

### Olivier Laurent

N'oublions pas effectivement, qu'il pourrait y avoir une petite hétérogénéité lorsqu'il va y avoir la transposition d'AIFM par chacun des pays. Notamment sur l'article 61, dont personne ne parle et qui est la clause de Malte, pour savoir si les pays vont accepter qu'il y ait des dépositaires étrangers pour leurs fonds.

Nous attendons de voir comment ils vont se positionner vis-à-vis de cela.

### Karima Lachgar

*Pour conclure, une dernière question à tous, qui fait la synthèse de nos discussions. Finalement, à quoi compareriez-vous le dépositaire français, est-ce un soliste ou un chef d'orchestre ?*

### Jean Eyraud

Soliste, certainement pas. Chef d'un orchestre symphonique spécialisé dans la musique contemporaine, sans doute pas non plus. Peut-être chef d'un orchestre de chambre dont il serait un des musiciens, pourquoi pas ? Mais attention, parce que dans les orchestres, il peut y avoir des couacs. In fine, je préfère plutôt un partenaire efficace qui ne fait pas de bruit.

### Emeric Laforêt

J'allais employer le terme partenaire mais cela a déjà été fait. Pour caricaturer, j'ai souvent l'habitude de comparer un fonds à un enfant, qui doit avoir deux parents. L'un est la société de gestion et l'autre le dépositaire.

### Olivier Laurent

Non ce n'est pas un soliste, ce n'est pas non plus un chef d'orchestre, puisque AIFM en premier lieu régit les gérants. Son rôle est vraiment d'accompagner la société de gestion dans sa politique de gestion du fonds et de distribution pour lui donner du confort.

### Jean-Christophe Morandau

Les dépositaires et les sociétés de gestion ont toujours eu des fonctions différentes et bien définies. Le dépositaire est clairement un partenaire de la société de gestion, il opère au service des investisseurs.

### France Vassaux

Je suis tout à fait d'accord avec Jean, c'est un partenaire. Je reprendrais même le terme utilisé lors de la 1<sup>re</sup> table ronde par Michèle Besse et je dirais que c'est un accompagnateur.

### Karima Lachgar

Je vous remercie tous chaleureusement et laisse la parole à Marcel Roncin pour la conclusion. ➔

## Conclusion

### Marcel Roncin

AIFM est une pierre de plus dans la construction européenne. Ce qui me paraît intéressant, c'est que quelques barrières vont tomber, quelques frontières vont disparaître. La notion de partenariat me plaît beaucoup parce que c'est de cela qu'il s'agit. Pour les dépositaires ce sont des offres qui vont être faites. Il ne faut pas voir leur démarche comme une nuée d'éperviers qui fondent sur leur proie !

Les asset managers voient, avec une certaine appréhension, AIFM se mettre en place. Ils doivent savoir qu'ils peuvent compter sur des dépositaires puissants et compétents pour les accompagner. ↔



## Spécial Amphi

Périodique édité par l'AFTI.

**AFTI**  
La dynamique du post-marché

Association Française  
des Professionnels des Titres  
36, rue Taitbout - 75009 PARIS  
Tél.: 01 48 00 52 01  
Fax: 01 48 00 50 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](http://www.afti.asso.fr)

ISSN en cours