

OPCVM Les évolutions marquantes 2006



En partenariat avec



EUROGROUP

Sommaire

- p. 1
Ouverture
de la conférence
- p. 3
La gestion pour compte
de tiers en France /
Panorama 2005
- p. 9
La fonction
"Dépositaire d'OPC"
- p. 10
La modernisation de la
fonction de dépositaire
- p. 13
Présentation du code de
bonnes pratiques AFTI de
l'administration de fonds
- p. 15
Point sur les travaux
de la Commission
Européenne en matière
de gestion d'actifs
- p. 20
Table ronde : les défis
de l'architecture ouverte
- p. 26
Conclusion
de la conférence



Ouverture de la conférence par **Marcel RONCIN**, Président de l'AFTI

Les activités du segment du Post-Trade sont périodiquement soumises à des mutations. C'est particulièrement le cas de la période présente dans deux domaines : le règlement-livraison et la gestion d'actifs. La problématique du règlement-livraison est une problématique particulièrement importante. Tout d'abord, nous pouvons observer que la consolidation des activités et des infrastructures en Europe est engagée avec la signature début novembre du code de conduite des infrastructures de trading, de clearing et de règlement-livraison sous les auspices de la Commission européenne. Signature qui a clos, pour le moment en tout cas, le débat sur l'opportunité d'encadrer ou non les activités de post-trading par une directive. En second

lieu, l'Eurosystème a lancé le projet Target II Securities visant à la création d'un service de règlement de titres sous gouvernance et gestion de l'Eurosystème. Si le conseil des gouverneurs en décidait, sans doute en février/mars prochain, ce projet donnera naissance à une plate-forme unique de règlement-livraison dans la zone euro. Last but not least, le projet industriel ESES d'Euroclear se poursuit, avec le franchissement d'une étape importante en avril dernier - lancement du SSE¹, et devrait être opérationnel dans un an.

La gestion d'actifs est un domaine où l'actualité est partout. D'abord dans le domaine européen, la Commission européenne a publié le 16 novembre 2006 un Livre blanc sur l'amélioration du cadre régissant le marché unique des fonds d'investissement. Lequel succède à la diffusion mi-2005 du Livre vert, et aux travaux de deux groupes d'experts qui ont fonctionné durant toute l'année 2006 et au sein desquels des experts français ont œuvré et ont tout à fait bien défendu nos couleurs. La parution de ce Livre blanc marque une étape importante dans le processus initié. Il propose de définir quelques axes d'amélioration et d'optimisation pour accroître l'efficacité du marché des fonds d'investissement

¹ Single Settlement Engine ou moteur de dénouement Euroclear.

Introduction

en Europe. Patrice Bergé-Vincent, membre de la Direction Générale « Marché intérieur et Services » de la Commission, a accepté de faire le point sur les travaux de la Commission dans ce domaine.

Les principaux axes d'amélioration portent notamment sur le passeport européen des gestionnaires, sur le renforcement de la coopération prudentielle entre régulateurs, sur les regroupements d'actifs, sur l'optimisation des conditions de fusion transfrontalières de fonds, et sur l'amélioration des conditions de distribution des fonds, dont on parle peut-être un peu moins, mais dont nos collègues de la banque de détail parlent beaucoup puisqu'il s'agit de distribution. Sur ce dernier thème, la Commission a marqué sa préoccupation sur 3 points : tout d'abord la mise en œuvre d'une architecture ouverte, ensuite l'encadrement des rétrocessions de commissions touchées par les réseaux de distribution, et enfin, le niveau des commissions payées in fine par les investisseurs. Il n'y aura pas de nouvelle directive sur la gestion d'actifs mais une amélioration de la directive OPCVM 85/611 de 1985 ainsi que quelques propositions à caractère non législatif.

Au plan national, les travaux sur la modernisation de la fonction Dépositaire, sur les OPCVI, les réflexions en cours sur l'architecture ouverte et plus généralement la poursuite des travaux sur la distribution et la circulation des OPCVM en Europe constituent l'actualité.

Deux interventions permettront d'y voir tout à fait clair : Sonia Cattarinussi pour l'AMF nous dira comment l'Autorité voit la modernisation de la fonction Dépositaire OPC et Bruno Prigent pour l'AFTI donnera la vision des professionnels. En tout état de cause, l'instruction de novembre 1993 de la COB devait être réactualisée. Sa mise à jour a été l'occasion de débats intenses entre l'AMF et les professionnels, conclus par une consultation publique, qui s'est achevée à la fin du 3^e trimestre de cette année. Les deux thèmes centraux ont concerné la conservation des actifs et les contrôles dévolus au Dépositaire. Ces travaux ne marquent pas le terme du chantier car nous travaillons actuellement sur plusieurs sujets. Tout d'abord, concernant la gestion du passif, l'AFTI et l'AFG ont récemment confirmé à l'AMF leur besoin de disposer d'un cadre réglementaire clair

qui vienne achever les travaux engagés depuis 18 mois. C'est un point sur lequel les professionnels seront très attentifs. Par ailleurs, sur le sujet des OPCVI, l'AFTI vient de transmettre ses remarques à l'AMF en prévision d'un passage en commission consultative puis au collège début 2007. Enfin, l'AFTI engage la rédaction d'un code de bonne conduite du Dépositaire.

Christophe Lernould, responsable du pôle prestataires à l'AMF, dressera le panorama 2005 de la gestion pour compte de tiers. Nous avons effectué il y a un an, ce premier travail pour les années précédentes, travail utile qui remet bien les choses en perspective. Jean-Pierre Michalowski nous présentera le projet de code des bonnes pratiques de l'AFTI concernant l'administration de fonds.

Après l'intervention de Patrice Bergé-Vincent, nous aurons une table ronde qu'animeront Pierre Monteillard sur la problématique de l'architecture ouverte. Alain Clot, Président Directeur Général de Société Générale Asset Management, viendra conclure nos travaux.

Bonne conférence à tous. ▶





La gestion pour compte de tiers en France / Panorama 2005

Christophe LERNOULD,
Responsable du Pôle Prestataires,
Service des Prestataires et des Produits d'Épargne
Autorité des Marchés Financiers

Après avoir traité de l'encours sous gestion avec des tableaux de synthèse récapitulant les principales statistiques concernant le domaine de la gestion pour compte de tiers, Christophe Lernoould a poursuivi son intervention en présentant en 5 points l'ensemble de la population des sociétés de gestion de portefeuille avant de dresser un bilan plus qualitatif sur la partie agrément de l'AMF. Christophe Lernoould a ensuite effectué un point sur les OPCVM et sur le bilan de l'agrément AMF. Il a terminé sa présentation par une synthèse générale sur les données et la rentabilité de l'industrie de la gestion pour compte de tiers.

Une progression forte des encours sous gestion

2005 est marqué par une augmentation à deux chiffres des encours. On dépasse désormais 2400 milliards d'euros d'encours sous gestion en valeur brute, en augmentation de 15%.

La gestion collective prend une part importante de ce total puisqu'elle représente 1400 milliards d'euros en progression de 18%. L'augmentation en valeur s'explique pour moitié par un effet de marché positif et l'autre moitié par une collecte nette, estimée à 70 milliards d'euros. Cette progression est néanmoins minorée par un impact lié à l'internalisation de la gestion pour compte propre de la Banque Postale, qui a un impact négatif de plus de 30 milliards. Sans cela la progression serait supérieure.

La gestion individuelle sous mandat atteint 1100 milliards d'euros, en progression de 12%. Elle dépasse les 1100 milliards d'euros

Une progression à deux chiffres des encours sous gestion

	2002	2003	2004	2005	Variation 2004/2005
<i>En milliards d'euros</i>					
OPCVM à vocation générale	803,1	909,4	1 006,5	1 155,1	14,8%
FCPE	47,4	56,0	56,9	68,8	20,9%
FCPR-FCPI-FIP	10,7	10,8	12,5	18,0	44,0%
Encours total des OPCVM de droit français	861,2	976,2	1 075,9	1 241,9	15,4%
Encours estimé des fonds de droit étranger gérés en France	nd	nd	nd	136,6	/
Encours global brut des fonds gérés en France	914,0	1 027,2	1 129,4	1 338,1	18,5%
Déduction des OPCVM nourriciers	53,5	65,8	70,0	88,7	26,7%
Encours global net de la gestion collective	860,5	961,4	1 059,4	1 249,4	17,9%
Encours de la gestion sous mandat dans les sociétés de gestion	660,7	734,3	898,5	1 009,4	12,3%
Encours de la gestion sous mandat (autres PSI)	82,7	90,0	85,2	87,4	2,6%
Encours global brut de la gestion sous mandat	743,4	824,3	983,7	1 096,8	11,5%
Déduction des mandats investis dans des OPCVM	123,1	136,5	151,2	196,5	30,0%
Encours global net de la gestion sous mandat	620,3	687,8	832,5	900,3	8,1%
Total général de la gestion en valeur brute	1 657,4	1 851,5	2 113,1	2 434,9	15,2%
Total général de la gestion en valeur nette	1 480,8	1 649,2	1 891,9	2 149,7	13,6%

Source des tableaux de cet article : AMF. Légende : M = Millions - MM = Milliards.

La gestion pour compte de tiers en France / Panorama 2005

lorsque l'on intègre les données des autres prestataires de services d'investissement, qui exercent à titre accessoire l'activité de gestion pour compte de tiers. La plus importante de cette augmentation est réalisée par les sociétés de gestion de portefeuille, filiales de compagnies d'assurance qui ont collecté massivement en 2005. 20% des actifs gérés sous mandats sont investis sous forme d'OPCVM.

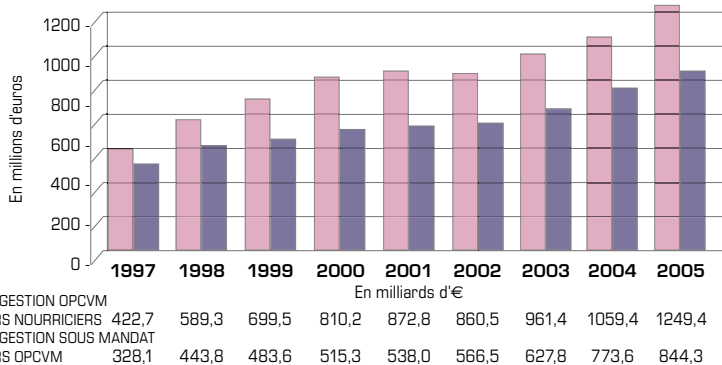
Tous les tableaux suivants concerneront uniquement les sociétés de gestion de portefeuille – les autres prestataires ne représentant que 90 milliards d'euros sur un total de 2400 milliards d'encours sous gestion.

Une répartition stable des actifs gérés par les sociétés de gestion entre mandats et OPCVM

Nous avons tenté d'éviter de doubler les comptages car la gestion de maître nourricier a pour conséquence d'augmenter de 90 milliards d'euros l'encours total des OPCVM et la gestion sous mandat était déconnectée des OPCVM investis dans les portefeuilles.

En valeur nette, on dépasse 2100 milliards d'euros mais le rythme de la progression est à peu près identique.

Répartition des actifs gérés par les sociétés de gestion entre mandats et OPCVM



Une très forte dispersion des sociétés de gestion en termes d'actifs sous gestion

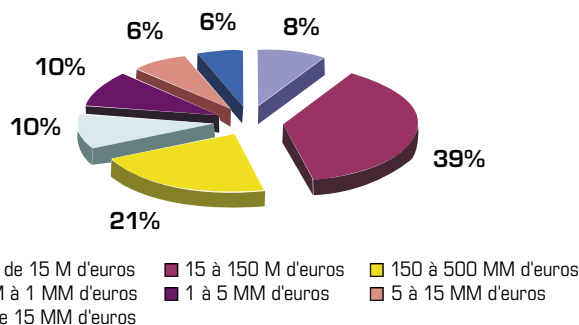
L'industrie de la gestion est caractérisée par une très forte disper-

Répartition des sociétés de gestion selon le volume d'actifs sous gestion

	Moins de 15 M d'€	15 à 150 M d'€	150 à 500 M d'€	500 M à 1 MM d'€	1 à 5 MM d'€	5 à 15 MM d'€	Plus de 15 MM d'€
Nombre de sociétés	39	176	99	46	47	30	26
Encours gérés en MM d'€ en 2005	0,245	11,7	29,3	31,7	112,9	261,3	1900,2
Part des encours gérés 2005	0,01%	0,5%	1,2%	1,4%	4,8%	11,1%	81,0%
Répartition des SG 2005	8,4%	38,0%	21,4%	9,9%	10,2%	6,5%	5,6%

sion des sociétés de gestion de portefeuille en termes d'encours gérés. 26 sociétés de gestion de portefeuille gèrent 81% du total des actifs sous gestion. A contrario, 320 sociétés de gestion en gèrent 2%. Le secteur est donc très concentré. En effet, les 10 premiers acteurs gèrent 1500 milliards d'euros.

Nous constatons un nombre important de sociétés de gestion de portefeuille de petites tailles. Plus de 300 sociétés gèrent moins de 500 millions d'euros. Ceci est la preuve d'un marché très dynamique avec des créations de sociétés entrepreneuriales, généralement spécialisées sur des activités de niche, soit de multigestion alternative, soit de gestion alternative directe voire de capital investissement tandis qu'une minorité d'entre elles est positionnée sur le secteur de la gestion privée. En valeur, ces 300 sociétés représentent 40 milliards d'euros.



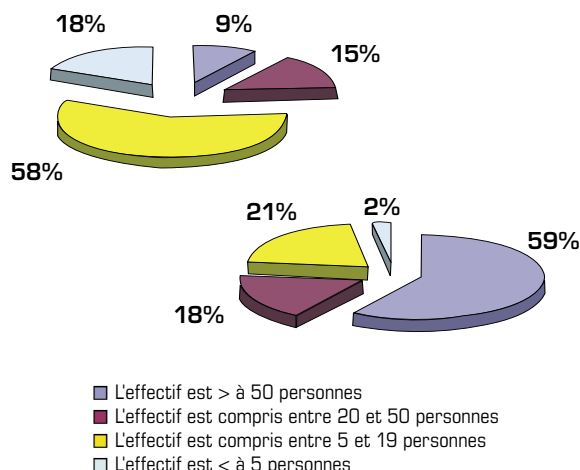
Les effectifs des sociétés de gestion

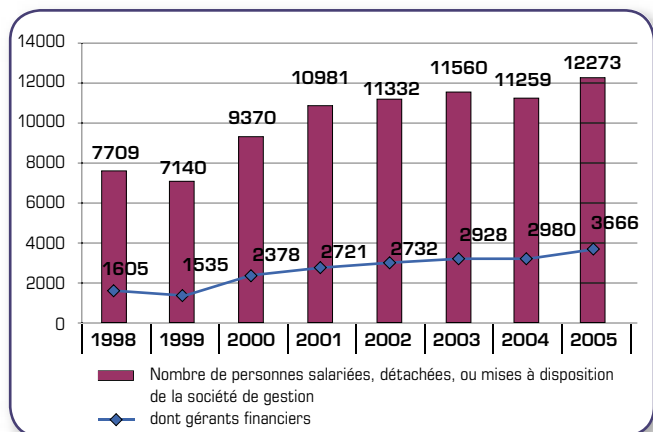
76% des sociétés de gestion de portefeuille emploient moins de 20 salariés.

Les 2/3 des sociétés de gestion en emploi moins de 5.

Plusieurs paramètres expliquent le graphique, en particulier le

Répartition des sociétés de gestion en terme d'effectifs





mouvement d'externalisation des activités de middle office vers des structures dédiées. L'industrie de la gestion pour compte de tiers emploie ainsi en direct plus de 12000 personnes.

Événements marquants de 2005

Plusieurs événements ont marqué 2005 : la création de CASAM, société du groupe Crédit Agricole spécialisée dans la gestion structurée, la réorganisation du groupe HSBC autour de 3 sociétés de gestion de portefeuille, la disparition du fonds EFIGER géré par la société EFIGER, le transfert des activités de middle office et de valorisation vers des entités dédiées pour les sociétés des groupes BNP Paribas et Natexis.

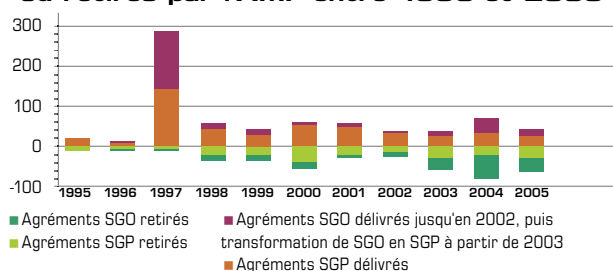
Bilan des agréments délivrés ou retirés par l'AMF

490 sociétés de gestion étaient recensées au 1er janvier 2006 (près de 500 au 30 novembre 2006). Le graphique ci-dessous permet de constater l'impact de la transposition de la directive OPCVM – impact des transformations des SGO en sociétés de gestion de portefeuille.

Nous constatons un rythme de création de sociétés de gestion de portefeuille élevé en 2006 : 65 dossiers de demandes d'agréments ont été déposés à ce jour alors qu'en rythme annuel, sur un moyen terme, le rythme est plutôt de 30 dossiers déposés, soit un quasi-doublement.

À noter qu'en 2006, les 3/4 des dossiers déposés sont le fait de sociétés entrepreneuriales et d'anciens traders ou de gérants s'installant à leur compte.

Évolution du nombre d'agréments délivrés ou retirés par l'AMF entre 1996 et 2005



Zoom sur le retrait d'agrément

En raison, notamment, de la transposition de la directive OPCVM et ainsi de la disparition du statut de SGO, nous avons accompagné 190 sociétés de gestion de portefeuille en 3 ans dans le cadre de demandes de retraits d'agrément consécutives à des opérations de restructurations ou de réorganisations.

Focus sur les agréments retirés sur les 3 dernières années

Année	Retrait AMF	Restructuration (fusion, TUP, rachat puis absorption)	Disparition de SGO	Retrait à la demande de la SGP	Transformation en PSI	Total
2003	2	36	4	13	3	58
2004	-	39	33	4	0	76
2005	1	31	11	7	2	52
Total	3	106	48	24	5	186
Répartition	2%	57%	26%	13%	3%	100%

Les programmes d'activité spécialisés des sociétés de gestion

Au 31 décembre 2005, un tiers des sociétés de gestion était spécialisé en capital investissement. La gestion alternative représentait une société de gestion sur 6. En 2006, nous observons une forte augmentation des demandes afin de gérer des OPCVM ARIA à effet de levier, ainsi que des fonds mettant en œuvre des techniques de gestion alternative directe. De plus, nous constatons un doublement du nombre de sociétés de gestion autorisées à gérer des OPCVM contractuels. Cela démontre une véritable tendance à la spécialisation et à la sophistication des techniques de gestion.

Répartition des programmes d'activité spécialisés des sociétés de gestion

Répartition par type de programmes spécialisés	Nombre de sociétés	Répartition
Nombre total de sociétés agréées au 31/12/2005	486	100%
Capital investissement	138	28%
Gestion alternative indirecte	68	14%
Épargne salariale	60	12%
OPCVM contractuels	38	8%
Dérivés de crédit	27	6%
OPCVM ARIA à effet de levier	20	4%

La gestion pour compte de tiers en France / Panorama 2005

Zoom sur les OPCVM

Une activité soutenue en termes de créations et d'agrément de transformations d'OPCVM en 2005

Le rythme de création d'OPCVM est très important avec plus de 1000 créations nettes en 2005. Le rythme est à peu près le même en 2006.

1/3 des produits sont agréés sous forme d'OPCVM diversifiés tandis qu'un tiers des produits sont agréés sous forme d'OPCVM actions, ce qui est plutôt nouveau. Une légère baisse en tendance sur les fonds à formule est constatée.

Nous observons toujours autant de transformations liées à des opérations de masse (par exemple lors d'un changement de dépositaire). Elles représentent plus de 4200 transformations, en progression de 14%. Par ailleurs, la fin du passage au prospectus a engendré près de 1200 transformations en 2005. Les rythmes de 2006 devraient être moins soutenus.

Évolution du volume de créations d'OPCVM et d'agrément de transformation d'OPCVM en 2005

En nombre de produits	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Variation 2004/2005
OPCVM Agréés	1 267	1 354	1 204	1 033	937	1 074	14,6%
dont SICAV	112	44	27	28	13	19	46,2%
dont Fonds communs de placement à vocation générale	843	967	826	697	689	797	15,7%
dont Fonds communs de placement à Risques	54	35	37	34	51	41	-19,6%
dont Fonds communs de placement d'Entreprises	255	303	312	272	174	214	23,0%
dont FCIMT	3	5	2	2	10	3	-70,0%
Nombre d'agrément de transformation d'OPCVM	2 104	1 797	2 586	3 792	6 745	7 700	14,2%

Évolution de la répartition de l'actif net des OPCVM

Le tableau ci-dessous permet de saisir quelques données caractéristiques de l'année 2005 sur la partie OPCVM : une légère baisse de la part des fonds à formule, qui représente 5,6% d'encours, une très forte augmentation de la part des OPCVM actions, liée à la très forte hausse des marchés et à un effet collecte positif. L'encours de la catégorie monétaire, cheval de bataille des sociétés de gestion de portefeuille françaises augmente de 9%. Cette catégorie, qui représente 332 milliards d'euros, commence cependant à s'essouffler, notamment en raison des taux de l'intérêt relativement bas. Les OPCVM obligataires ont décliné de 4,2%. Cette donnée est à

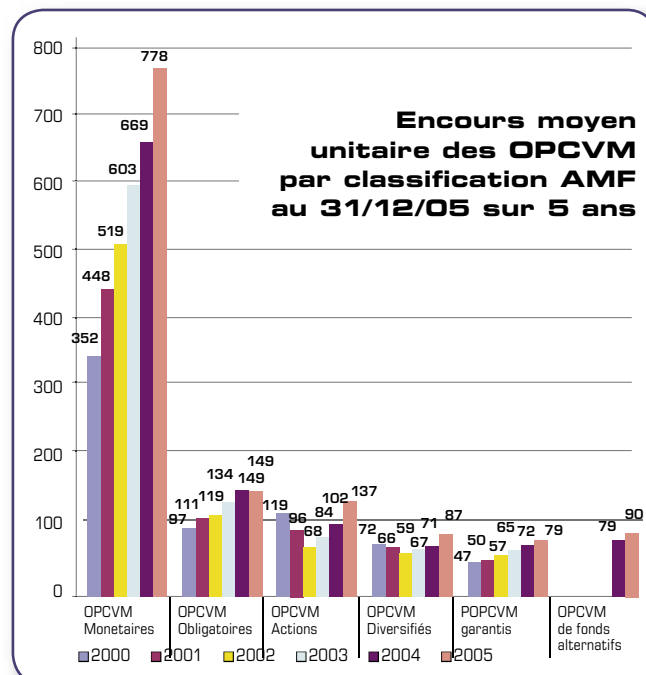
retraiter de la décollecte du fonds d'EFIPOSTE, représentant plus de 30 milliards d'euros. Sans cette décollecte nette, la croissance des encours atteindrait plus de 13%. Les fonds diversifiés représentent toujours en nombre 1/3 des OPCVM et en valeur environ 23%.

Évolution de la répartition de l'actif net des OPCVM de 2001 à 2005

Au 31 décembre de chaque année	2001		2002		2003		2004		2005	
En milliards d'€	Actif net	%	Actif net	%	Actif net	%	Actif net	%	Actif net	%
OPCVM Actions	163,8	21,5%	121,9	16,3%	148,6	17,6%	175,4	18,7%	242,3	22,7%
OPCVM Obligataires	135,1	17,8%	142,2	19,0%	158,0	18,7%	181,7	19,4%	174,0	16,3%
OPCVM Monétaires	233,6	30,7%	264,8	35,3%	280,6	33,3%	304,4	32,5%	332,3	31,2%
OPCVM Diversifiés	190,5	25,0%	174,8	23,3%	198,2	23,5%	209,7	22,4%	243,4	22,8%
OPCVM Garantis	37,6	4,9%	45,9	6,1%	58,2	6,9%	0,6	0,1%	0,2	0,0%
Fonds à formule	-	-	-	-	-	-	54,7	5,8%	59,6	5,6%
OPCVM de fonds alternatifs	-	-	-	-	-	-	10,0	1,1%	14,8	1,4%
Total	760,6	100%	749,6	100%	843,6	100%	936,5	100%	1066,6	100%

Évolution de l'encours moyen unitaire des OPCVM

La taille des OPCVM à vocation générale augmente au gré des restructurations des gammes d'OPCVM et des performances des marchés et ce depuis 5 ans en continu.



Évolution de la composition des produits d'exploitation des sociétés de gestion de 2003 à 2005

L'année 2005 a été excellente sur le plan des résultats des sociétés de gestion de portefeuille. Le chiffre d'affaires est en progression de 23 %, soit près de 9,5 milliards d'euros, essentiellement composé de commissions de gestion qui en représentent elles-mêmes 86 %.

Nous constatons une légère augmentation des commissions de mouvements en raison de la reprise des marchés actions.

Composition des produits d'exploitation des sociétés de gestion de 2003 à 2005

En millions d'€	2003	2004	2005	Répartition en 2005	Variation 2004/2005
Produits d'exploitation	6 461	7 743	9 550	100%	23,3%
Commissions de gestion	5 455	6 532	8 216	86%	25,8%
dont commissions d'OFC	4 937	5 908	7 488	78%	26,7%
dont commissions mandat	518	624	657	7%	5,4%
dont commissions de conseil : "advisor fees"	nd	nd	71	1%	ns
Produits accessoires	716	834	873	9%	4,7%
Produits annexes	182	246	359	4%	45,9%
Autres	109	131	102	1%	-22,3%

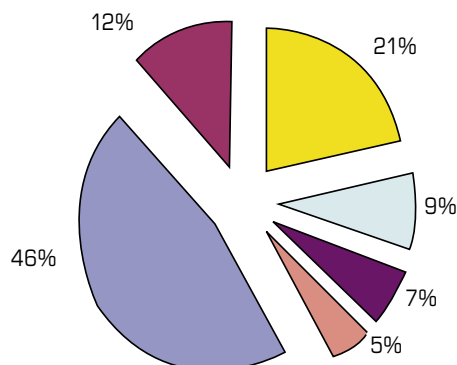
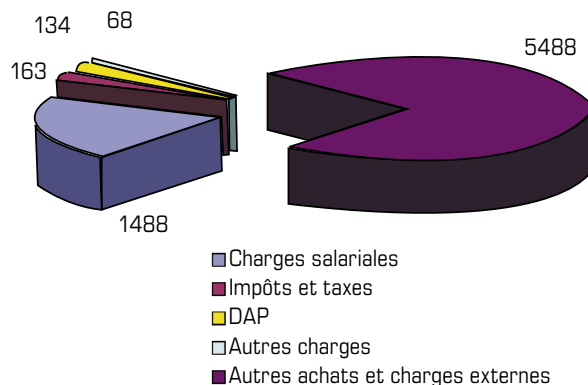
Évolution de la composition des charges d'exploitation des sociétés de gestion de 2003 à 2005

Nous observons une progression forte des charges d'exploitation à 19 %, à 7,3 milliards d'euros.

Les commissions de placement payées par rétrocessions de produits à des réseaux de distribution sont toujours en très forte hausse, à près de 3 milliards d'euros. Elles représentent toujours une part majoritaire du total des charges, soit 44 % des charges et 59 % des autres charges externes.

Composition des charges d'exploitation des sociétés de gestion de 2003 à 2005

En millions d'€	2003		2004		2005		Variation 2004/2005
Charges d'exploitation	5 203	100%	6 154	100%	7 334	100%	19,2%
Charges salariales	1 107	21%	1 265	21%	1 488	20%	17,7%
Autres charges externes	3 811	73%	4 599	75%	5 481	75%	19,2%
Dotations amort. et prov.	114	2%	116	2%	134	2%	14,8%
Autres charges	171	3%	174	3%	68	1%	-60,7%



- rétrocessions de commissions de commercialisation intragroupes
- rétrocessions de commissions de commercialisation à des tiers (hors groupe)
- autres charges externes
- charges liées à la comptabilité, aux frais de déposataires ou de CAC
- frais de mise à disposition ou détachement de moyens humains et techniques
- commissions versées au titre d'une délégation de gestion financière

Depuis cette année, nous pouvons établir la distinction entre les rétrocessions de commissions de commercialisation intragroupe et extra groupe. Nous pouvons observer l'impact de la distribution aux tiers, ce qui représente désormais 12 % du total des rétrocessions. L'augmentation des charges externes est liée aux mouvements d'externalisation des fonctions transversales et de valorisation de certaines sociétés de gestion. Le marché est estimé, en termes de chiffre d'affaires pour les prestataires attachés à l'activité de gestion, à plus de 500 millions d'euros.

Une progression continue des résultats économiques

Le résultat d'exploitation a augmenté de 39 % en 2005 après une augmentation de 26 % en 2004. Le résultat d'exploitation de 2000 a largement été dépassé alors qu'il constituait déjà le résultat d'exploitation record avec 1,8 milliard d'euros.

Le résultat financier se dégonfle, notamment en raison des charges

La gestion pour compte de tiers en France / Panorama 2005

financières d'une société de gestion de portefeuille à la suite du dénouement d'un emprunt obligataire. Un tiers du résultat financier provient des remontées de dividendes de sociétés de gestion de portefeuille. Le résultat net s'établit à presque 1,9 milliard d'euros.

Les résultats économiques s'améliorent pour la 4ème année consécutive

En millions d'€	2001	2002	2003	2004	2005	Variation 2004/2005
Total des produits d'exploitation	5 956,9	6 235,2	6 460,7	7 742,5	9 549,7	23,3%
Total des charges d'exploitation	4 490,9	5 021,0	5 202,5	6 154,0	7 334,0	19,2%
Résultat d'exploitation	1 466,0	1 214,2	1 258,2	1 587,0	2 204,9	38,9%
Résultat financier	288,0	-118,0	282,2	597,6	384,4	ns
Résultat exceptionnel	-23,7	126,0	-59,1	30,2	74,4	ns
Résultat net	1 235,3	781,2	1 041,7	1 564,0	1 857,5	18,8%

Une amélioration de la marge d'exploitation moyenne des sociétés de gestion

La marge d'exploitation atteint 23,1% en 2005. Nous pouvons constater une nette amélioration de ce taux en fonction de l'encours. Les sociétés les plus rentables sont en effet celles qui ont une taille relativement importante, gérant entre 1 et 10 milliards d'euros. La marge des grands groupes ou des grandes sociétés de gestion, gérant plus de 10 milliards d'euros, s'atténue en raison du mix produit ou des systèmes de rétrocessions négociés au niveau groupe. La période des taux de marges des années 2000 est révolue. Pendant la même période, les rétrocessions aux apporteurs d'affaires ont été multipliées par trois. Retraitée de ces chiffres, la rentabilité reste donc à un niveau excellent.

Marge d'exploitation moyenne des sociétés de gestion

Société dont l'encours est :	Marge d'exploitation moyenne
> à 10 MM d'€	20,2%
compris entre 1 et 10 MM d'€	34,2%
compris entre 1 MM et 500 M d'€	26,7%
compris entre 100 M et 500 M d'€	21,4%
< à 100 M	11,1%

Conclusion

L'année 2005 est une année exceptionnelle pour le secteur. L'amélioration de la rentabilité s'explique notamment par l'augmentation des volumes d'encours sous gestion, ce qui permet de générer des économies d'échelles en terme de moyens humains et techniques. Le mix produit est également positif avec l'allocation d'actifs de portefeuille au profit de produits plus rémunérateurs. Enfin, certains grands groupes ont finalisé leurs opérations de restructurations engagées en 2003 et 2004 pour rationaliser les gammes de produits et adapter les moyens humains et techniques dans un but d'optimisation des synergies.

Les premières données collectées pour l'exercice en cours laissent présager une année 2006 encore plus excellente. ▶

Questions de la salle à Christophe Lernoud

« **Vous dites que les fonds français s'exportent plus que dans le passé? »**

Les grands groupes ont généralement des gammes luxembourgeoises. Ceux-ci ont développé une gamme nationale pour la France et une gamme dite européenne pour le reste de l'Europe. Plusieurs sociétés de gestion de portefeuille, qui étaient des success story au niveau français, ont commencé à se développer en Europe, notamment les sociétés de taille intermédiaire. Elles ont lancé des opérations de commercialisation en Europe avec des gammes de droit français. Pour certaines d'entre elles, ces exportations ont bien fonctionné. Cependant, elles sont désormais confrontées à des problématiques de rétrocessions beaucoup plus importantes qu'auparavant. Il leur est en outre difficile de distribuer des gammes de droit différent. Ainsi, nous pouvons observer aujourd'hui qu'un certain nombre de sociétés de gestion de portefeuille de taille moyenne font basculer leurs gammes sur des fonds de droit luxembourgeois principalement. Ces sociétés de gestion sont d'ailleurs très intéressées par les propositions du Livre blanc sur les opérations de fusions transfrontières, de pooling, voire de fonds maîtres nourriciers de droits différents.

Concernant les OPCVM très techniques, structurés, nous connaissons des exemples fonctionnant bien à l'international, notamment en Asie mais pas nécessairement en Europe.

« **Vos statistiques font état de 12% de commissionnements aux tiers, combien cela représente-t-il en volume? »**

Le total des rétrocessions représente 3,2 milliards d'euros donc les commissionnements aux tiers représentent un peu moins de 700 millions d'euros. Il sera intéressant d'observer son évolution mais la statistique est établie pour la première année. Il n'est donc pas encore possible de calculer la variation.



La fonction « Dépositaire d'OPC »

Sonia CATTARINUSSI,

Chargée de mission, Direction des Affaires Juridiques
Autorité des Marchés Financiers

Sonia Cattarinussi a rappelé la nécessité de moderniser la fonction Dépositaire d'OPC¹ avant d'exposer les travaux de l'AMF sur le projet de Règlement Général et de dresser le bilan de la 1^{ère} consultation publique sur ces travaux.

La modernisation de la fonction dépositaire d'OPC : Une nécessité

La modernisation de la fonction dépositaire d'OPC est aujourd'hui nécessaire car les sociétés de gestion et les OPC utilisent de plus en plus des techniques de gestion et des instruments financiers complexes. De ce fait, le cadre réglementaire existant (Instruction COB de 1993 uniquement applicable aux OPCVM) est devenu fortement inadapté. De plus, nous avons identifié une forte demande de la part des professionnels afin de revoir le cadre réglementaire applicable. L'objectif est ainsi de créer une réglementation homogène, sécurisée, moderne et adaptée aux besoins des professionnels de la gestion.

Une méthode en 3 temps qui a permis de faire émerger deux idées clés

Méthode

Les services de l'AMF ont été mandatés pour travailler dans un cadre infra législatif. Nous avons donc travaillé exclusivement dans le cadre du Règlement Général de l'AMF tandis que les principes légaux identifiant les deux missions essentielles du Dépositaire d'OPC que sont la conservation et le contrôle de la régularité des décisions de l'OPC et de sa société de gestion sont restés inchangés.

Les travaux se sont déroulés en 3 phases : tout d'abord, la création d'un groupe de travail avec les différents professionnels (associations professionnelles, sociétés de

gestion, dépositaires) a permis d'obtenir un premier projet de Règlement Général qui est passé au Collège en juillet 2006. Ensuite, nous avons procédé à une consultation publique du projet en juillet 2006 qui s'est achevée le 30 septembre 2006. Nous sommes actuellement dans une phase de finalisation au cours de laquelle nous synthétisons les réponses obtenues et finalisons le projet de Règlement Général en vue de le passer au Collège en janvier 2007 pour une homologation des textes courant du 1^{er} trimestre 2007 et une entrée en vigueur demandée au 1^{er} janvier 2008.

Idées clés

En matière de conservation des actifs de l'OPC, une approche par type d'actifs a été choisie. Ainsi, lorsque la loi confie la mission de conservation d'un type d'actifs spécifique à un dépositaire, il lui appartiendra de consulter le Règlement afin de connaître les modalités de conservation de cet actif. Le contrôle de la régularité des décisions de l'OPC et de la société de gestion suppose une approche responsable, adaptée en fonction du profil de l'OPC et du type de risque identifié. Enfin, le projet de Règlement Général de l'AMF consacre la relation entre les différents acteurs, notamment entre la société de gestion et le dépositaire.

1^{er} bilan de la consultation publique

La démarche retenue a largement été approuvée par la Place mais nous avons relevé le souhait de clarifier certains points :

en matière de périmètre des actifs faisant l'objet d'une tenue de compte conservation ou d'une tenue de position, de certification de l'inventaire des actifs de l'OPC par le dépositaire, de contrôle « Dépositaire », et en particulier en matière de contrôle du respect des règles de bonne conduite applicables à la société de gestion. L'objectif est de permettre au Dépositaire d'avoir les moyens de mener à bien sa mission de contrôle à la fois sur l'OPC et sur la société de gestion au titre de la gestion de l'OPC. Enfin, l'introduction d'exigences organisationnelles est attendue. Sachant que les établissements dépositaires sont établissements de crédit ou entreprises d'investissements, des procédures existent déjà. Cependant, nous souhaitons réaffirmer la nécessité d'adopter des procédures spécifiques à l'activité de Dépositaire d'OPC, et par là consacrer la fonction dans les textes.

Chantiers à venir

Tout d'abord, la gestion du passif est un chantier important et ambitieux à horizon 2007. Le 2nd chantier concerne la responsabilité atténuée du dépositaire. Enfin le chantier dépositaire d'OPCI est en un sens le chantier plus urgent puisque nous comptons stabiliser le cadre réglementaire applicable aux OPC afin de nous concentrer au plus tôt sur les spécificités OPC I. ▶

¹ Organisme de Placement Collectif.



La modernisation de la fonction de dépositaire

Bruno PRIGENT,
 Directeur des Services
 aux Investisseurs Dépositaire
 d'OPCVM
 Société Générale

Bruno Prigent a présenté le projet de Règlement Général de l'AMF avant de faire le point sur la réponse de l'AFTI à la consultation publique et a terminé son intervention par la présentation des chantiers à venir.

Le projet de Règlement Général de l'AMF

Le projet de Règlement Général de l'AMF couvre l'ensemble des OPC (les OPCVM, les fonds communs de créances, les SCPI, les SEF, les OPCI, etc.) contrairement à l'Instruction COB de novembre 1993 qui ne couvrait que les OPCVM.

Le projet reprend par ailleurs un certain nombre de dispositions de l'Instruction COB, notamment la désignation d'un responsable de la fonction Dépositaire - chaque établissement dépositaire doit avoir une personne physique dépositaire dont le nom doit être déposé auprès de l'AMF; l'existence d'un cahier des charges mis à jour à fréquence régulière - le dépositaire décrit dans ce document son organisation, ses procédures, son plan de contrôle, ses moyens, etc.; la nécessité de disposer des moyens nécessaires pour exercer correctement la fonction Dépositaire; le dispositif de réaction aux anomalies, c'est-à-dire l'escalation process en cas d'anomalie.

De plus, le Règlement Général précise le périmètre de la fonction Dépositaire. Les deux aspects présents dans l'Instruction COB de novembre 1993 y sont repris : la fonction de garde et la fonction de contrôle. La gestion du passif est explicitement exclue. À titre de rappel, la gestion de passif est un chapitre en suspension qui n'est pas relié au reste de l'instruction

de 93.

Le projet de Règlement Général définit par ailleurs la garde des actifs en introduisant la notion de tenue de position, ce qui constitue un point majeur dans l'évolution et la modernisation du métier de dépositaire. Il prévoit également les principaux contrôles à mettre en œuvre ainsi que l'organisation du dépositaire, notamment en cas de délégation puisque le dépositaire peut déléguer une partie de ses fonctions.

Le projet de Règlement Général de l'AMF maintient également l'obligation de certification de l'inventaire à la clôture de l'exercice.

La garde des actifs

L'article 333-1 du Règlement Général de l'AMF prévoit :

« Au titre de la conservation de l'ensemble des actifs d'un OPC, le dépositaire exerce :

1° La tenue de compte conservation des instruments financiers mentionnés au 1° [actions et assimilés], 2° [titres de créances] et 3° [OPC, c'est-à-dire OPCVM, FCC, SCPI, OPCI et SEF] du I de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier, et de tous les instruments équivalents émis sur le fondement d'un droit étranger;

2° La tenue de position des actifs de l'OPC autres que les instruments financiers mentionnés au 1° et des instruments financiers nominatifs purs.

Le dépositaire ouvre dans ses livres au nom de l'OPC, un ou plusieurs comptes espèces qui enregistrent les opérations de l'OPC, un ou plusieurs comptes d'instruments financiers, ainsi que tout autre compte nécessaire à la conservation des actifs de l'OPC. »

L'architecture de l'article démontre bien la dissociation des fonctions avec d'un côté un ou plusieurs comptes espèces, de l'autre côté une tenue de compte conservation et enfin une tenue de position pour les autres actifs.

Concernant la tenue de compte conservation, **l'article 333-2 du Règlement Général de l'AMF** fait référence à l'application des dispositions du chapitre II, du titre III, du livre III du Règlement Général de l'AMF. Il s'agit d'une obligation de restitution des actifs.

Concernant la tenue de position, il est indiqué à **l'article 333-3** : « La tenue de position consiste à établir un registre des positions ouvertes sur les actifs mentionnés au 2° de l'article 333-1. Ce registre identifie les caractéristiques de ces actifs de l'OPC et enregistre leurs mouvements en assurant leur traçabilité. » Il ne s'agit pas uniquement d'avoir une tenue de stock mais également une tenue de flux. Chaque dépositaire doit gérer ses flux et stocks de façon extracomptable. La tenue de position ne comporte pas d'obligation de restitution de ces actifs puisque les actifs gérés sont généralement des OTC.

Afin d'exercer correctement cette activité, les sociétés de gestion doivent transmettre les informations nécessaires à l'enregistrement aux dépositaires. La tenue de position en flux et stocks constitue un point majeur dans la modernisation de la fonction.

Le plan de contrôle

Le projet de Règlement Général prévoit la mise en place d'un plan de contrôle à mettre à jour au moins une fois par an et

à établir en fonction des caractéristiques et du profil de risque et des procédures de l'OPC. Chaque dépositaire doit définir son plan de contrôle et l'adapter en fonction des risques présentés par l'OPC.

Dans le cadre des discussions au sein du groupe dépositaire de l'AFTI et de l'AMF, nous avons convenu d'élaborer un code de bonnes pratiques pour lequel nous allons engager les travaux.

Parmi les principaux contrôles à mettre en œuvre, **l'article 333-4** prévoit l'obligation de veiller « *au respect des dispositions législatives et réglementaires applicables à l'OPC ainsi qu'au respect des règles de bonne conduite et obligations professionnelles applicables à la société de gestion. Ce contrôle s'effectue a posteriori et exclut tout contrôle d'opportunité.* » Le contrôle dépositaire est un contrôle de niveau 2 puisque le premier contrôle s'effectue par le contrôle interne de la société de gestion. Par ailleurs, **l'article 333-17** exige de « *prendre connaissance et d'apprécier l'organisation et les procédures internes de l'OPC et de sa société de gestion. Cette appréciation porte également sur les délégués financiers, administratifs et comptables* » de l'OPC et sa société de gestion. L'objectif est ici d'instaurer un scoring d'entrée en relation, voire de scoring de suivi de la relation, et de consacrer ainsi la relation entre la société de gestion et le dépositaire. Avant même la conclusion de l'accord d'assumer la fonction Dépositaire pour un OPC, une procédure est à mettre en place entre le dépositaire et la société de gestion afin qu'ils se connaissent mieux, que le dépositaire puisse s'assurer qu'il est en mesure de délivrer sa prestation, que la société de gestion communique tous les éléments nécessaires pour pouvoir mettre en place l'organisation adéquate dans le traitement des flux. Ainsi les dépositaires pourront s'assurer de l'efficacité du contrôle interne de la société de gestion, connaître le valorisateur, etc. Cette procédure vise à permettre de donner des réponses à toutes les questions à traiter au moment de l'entrée en relation. Les réponses apportées doivent permettre à la société de gestion et

au dépositaire de s'assurer de l'efficacité de la relation à nouer pour la gestion de l'OPC.

Le projet de Règlement Général prévoit également l'obligation de prendre connaissance du système comptable de l'OPC utilisé par le valorisateur.

L'article 333-18 du Règlement Général de l'AMF liste un certain nombre de contrôles, parmi lesquels le respect des règles d'investissement, le montant minimum de l'actif, la périodicité de valorisation de l'OPC, les règles d'établissement de la valeur liquidative, la justification du contenu des comptes d'attente de l'OPC. Ce nouveau contrôle exige la justification de toutes les sommes transitant par ces comptes car ils peuvent être un moyen de faire mouvoir l'actif et améliorer éventuellement une valeur liquidative.

Le Règlement Général oblige également au contrôle de certains éléments spécifiques à certains types d'OPC, notamment l'écart de suivi des OPCVM indiciaires. Le dépositaire doit également effectuer le contrôle de l'existence de procédures appropriées et contrôlables relatives à la vérification de plusieurs points : le nombre maximum de porteurs pour les OPCVM réservés à 20 porteurs au plus, la diffusion des informations réglementaires aux porteurs par la société de gestion et enfin, des critères relatifs à la capacité des souscripteurs. Le contrôle requis ici est un contrôle par rapport aux procédures et non un contrôle de la capacité à souscrire à l'OPCVM par un nouveau souscripteur. Cependant, le dépositaire analyse la façon dont la société de gestion est organisée afin de s'assurer que les bons souscripteurs entrent dans l'OPCVM.

L'approche est identique en ce qui concerne la diffusion de l'information aux porteurs.

Par ailleurs, selon **l'article 333-6**, « *le dépositaire doit en permanence disposer des moyens notamment humains et matériels, d'un dispositif de conformité et de contrôle interne, d'une organisation et de procédures en adéquation avec l'activité exercée.* » Cet article fait référence au cahier des charges du dépositaire requérant que le dépositaire mette en œuvre l'ensemble

des moyens nécessaires et suffisants afin d'exercer correctement sa mission et ses responsabilités. **L'article 333-8** prévoit également l'obligation d'« *éviter les conflits d'intérêts* », à défaut l'obligation d'informer le responsable de la conformité pour les services d'investissement.

Enfin, le Règlement Général consacre l'obligation d'une convention écrite entre l'OPC et le dépositaire comportant au moins les clauses listées par le Règlement Général, l'obligation de convention écrite entre le dépositaire et le teneur de compte compensateur d'instrument financier à terme. Cette disposition est une évolution car, si l'existence d'une convention écrite entre l'OPC et le dépositaire paraît envisageable, le fait que tous les dépositaires aient une convention écrite entre le dépositaire et le teneur de compte compensateur paraît moins évident.

L'article 333-11 prévoit l'obligation de transmission des actifs et des espèces en cas de changement de dépositaire. Bien qu'aucune perte d'actifs ou d'espèces dans ce contexte n'ait été constatée sur la Place, le Règlement Général consacre cette obligation afin d'assurer la bonne fin de l'opération de changement de dépositaire.

L'article 333-13 prévoit la possibilité de délégation de tout ou partie de l'activité de conservation des actifs à une personne habilitée à la tenue de compte conservation. Les dépositaires y recourent déjà pour tout ou partie de l'activité sur la Place.

Le Règlement Général maintient cependant à **l'article 333-14** l'interdiction de déléguer l'activité de contrôle de régularité, seule activité qu'un dépositaire ne peut pas déléguer.

La réponse de l'AFTI et le bilan de la consultation publique

L'AFTI considère que **les dispositions du projet de Règlement Général de l'AMF doivent être limitées aux OPCVM**, et non couvrir l'ensemble des OPC. En effet, un certain nombre d'OPC ont des caractéristiques telles qu'il paraît nécessaire d'aménager le Règlement Général de l'AMF (les OPCi par exemple). Par ailleurs, l'AFTI a émis le **souhait d'obtenir une défini-**

La modernisation de la fonction de dépositaire

tion précise de la tenue de position. En effet, des débats ont cours entre dépositaires afin d'identifier son contenu. Il paraît ainsi nécessaire de continuer les travaux avec l'AMF afin de définir précisément cette notion. Enfin, **le champ de la tenue de position et de la tenue de compte conservation n'est pas adapté aux différents instruments et nécessite d'être réajusté**, notamment sur les espèces, où il s'agit d'une tenue de compte, les titres étrangers et les OPC.

Le dernier point concerne la responsabilité du dépositaire : celle-ci ne peut pas aller au-delà de la responsabilité légale de son sous-conservateur.

En effet, la délégation suppose la conclusion d'un contrat entre le dépositaire et son délégataire et ainsi l'établissement de clauses de responsabilités et de limitation de responsabilité. Si cette convention ne permet pas d'obtenir une responsabilité très large du sous-conservateur, le dépositaire ne peut pas être responsable plus largement. Ce débat a eu lieu à plusieurs reprises sur le prime brokerage. Certaines autorités de tutelle admettent cette position, cependant un certain nombre de progrès restent à faire. Ce sujet sera d'actualité en 2007 car il constitue un point d'écart majeur entre la position française et certains pays européens beaucoup plus souples où la responsabilité du dépositaire est beaucoup plus légère.

La certification d'inventaire est maintenue. Elle est à accomplir par le dépositaire mais à partir de celui issu de ses propres chaînes et non plus à partir de l'inventaire du valorisateur.

Le dépositaire ne doit pas se substituer au RCCI de la société de gestion car il n'est pas en charge de contrôler l'application des règles de bonne conduite de la société de gestion. Il effectue un contrôle supplémentaire mais en aucun cas, le dépositaire ne remplace un contrôle interne.

Tous les points évoqués engendreront des coûts de mise en œuvre significatifs au niveau des dépositaires. Nous ne souhaitons pas que le financement des coûts induits par la tenue de position se fasse au

détriment de la rémunération de la société de gestion ou du dépositaire. Cette question-là reste donc ouverte et doit être traitée entre la profession et l'AMF. Aujourd'hui, les marges des dépositaires en France sont extrêmement faibles. L'industrie ne pourra donc pas supporter de coûts supplémentaires. D'autant qu'au niveau européen, les marges sont beaucoup plus élevées alors que les charges et les responsabilités des dépositaires sont beaucoup plus faibles. Au total, la rémunération des dépositaires est beaucoup plus élevée dans un certain nombre de pays européens.

La date d'entrée en vigueur a été reportée au 1er janvier 2008 afin de permettre la mise en œuvre de l'ensemble de ces aspects.

L'AMF n'a pas repris certains thèmes dans le Règlement Général, tel que l'agrément du dépositaire. Cette absence dans le Règlement Général est surprenante à plusieurs titres. La France est le seul pays européen où le dépositaire n'est pas agréé par les autorités de tutelle. De plus, la notion d'agrément est en parfaite application pour les sociétés de gestion qui disposent même de programmes d'activité par type d'OPCVM. L'AMF veille à ce que les programmes d'activité soient adaptés afin de permettre aux sociétés de gestion de délivrer leurs prestations. À l'inverse, il n'existe pas d'exigence quant aux capacités du dépositaire à offrir des services adéquats. À l'instar des sociétés de gestion, un agrément ainsi que des programmes d'activité spécifiques devraient être créés pour les dépositaires. Ces programmes permettraient de s'assurer de la capacité du dépositaire à proposer certains produits nécessitant parfois des adaptations ou aménagements de leurs prestations.

L'AFTI et l'AFG ont adressé un courrier à l'AMF afin de rappeler la nécessité d'identifier l'ensemble des composantes de la gestion du passif et de préciser les rôles et responsabilités. Ce sujet est en effet en suspension depuis l'Instruction COB de novembre 1993. L'Instruction évoque la gestion du passif mais ne rattache pas cette fonction au dépositaire ou à la société de gestion ou à un tiers non identifié par la

loi. La législation ne relie en effet que trois acteurs à l'OPCVM : l'OPCVM, la société de gestion et le dépositaire. Les autres acteurs ne sont pas reliés à l'OPCVM ou à l'OPC.

Travaux à venir

Trois chantiers d'urgence équivalente sont à mener : la gestion du passif, la responsabilité atténuée du dépositaire pour laquelle une réflexion européenne visant à une harmonisation serait souhaitable afin de pouvoir se comparer au Luxembourg et mettre un terme à toutes les ambiguïtés. Enfin le chantier « Dépositaire d'OPCI » est lancé. La rédaction d'un code de bonne conduite va être effectuée par l'AFTI au cours du 1er semestre 2007. L'objectif est de définir les bonnes pratiques à appliquer et créer un langage commun par type de contrôle car ce code sera essentiellement orienté sous l'angle contrôle. Enfin, la mise à jour de la convention Dépositaire est à effectuer car un certain nombre d'évolutions profondes du Règlement Général de l'AMF vont l'impacter.

Conclusion

Nous avons fait un grand pas en avant et nous remercions l'AMF d'avoir travaillé avec nous puisque nous avons eu des relations de travail tout à fait constructives. Pour autant, de nombreux sujets restent à traiter et il est important d'être attentif aux évolutions européennes. Notamment la délégation de la conservation est en cours d'évolution car le Livre blanc offre désormais la possibilité de conserver un OPCVM dans une autre juridiction. La Place de Paris ne doit pas être pénalisée par des règles moins souples que dans d'autres pays. Il serait souhaitable de tendre vers un alignement des responsabilités des dépositaires pour disposer d'un champ de concurrence identique quel que soit le pays européen. ▶



Présentation du code de bonnes pratiques AFTI de l'administration de fonds

Jean-Pierre MICHALOWSKI,
Directeur Général
Caceis Fastnet

Constats

La gestion d'actifs française est très dynamique, très inventive tant en termes de produits qu'en termes d'instruments utilisés. De plus, le groupe de travail de l'AFTI a constaté que l'administration de fonds est concentrée à 93% sur les 10 premiers acteurs de la Place, rendant ainsi possible la constitution d'un groupe de travail représentatif sur cette fonction.

Besoins des professionnels de la place

Tout d'abord, les organisations internes des administrateurs de fonds devaient être optimisées par benchmarking. De plus, nous souhaitons proposer aux sociétés de gestion clientes une formalisation des contrôles. En effet, cette activité, qui doit être régulièrement reportée par celles-ci dans des appels, dans des missions de suivi, fait l'objet de demandes régulières d'organisations internes. L'objectif du code est donc de pouvoir répondre à ces différents besoins en formalisant les processus tels qu'ils sont organisés aujourd'hui et assurés dans les différents établissements.

Démarche

Le groupe « Administration de Fonds », regroupant les principaux prestataires de services et sociétés de gestion, a initié cette contribution. Les premiers résultats obtenus sont un partage des expériences et des usages des principaux acteurs sur les process qui contribuent à l'élaboration des valeurs liquidatives et au suivi administratif

et comptable des produits, essentiellement les OPCVM. Ces résultats ont permis de définir le socle commun des prestations d'administration de fonds.

Code des bonnes pratiques de l'AFTI

Couverture

Ce code qualifie la mission et les prestations fournies par les professionnels de l'administration de fonds leur permettant ainsi de mieux coordonner leurs axes de travail en cas de nouveautés. De plus, le code contribue à la formalisation de la relation avec la société de gestion cliente car il sert de support à l'élaboration de différents SLA. Enfin, il permet une communication commune à tous les acteurs en termes de qualité de prestations, de sécurité, et de traçabilité des opérations.

Gestion de la relation Client

Le code permet de définir comment administrer la relation avec la société de gestion, et surtout le type de reporting régulier sur la prestation pouvant être produit aux différentes sociétés de gestion.

Maîtrise des risques et contrôles généraux

Le code rappelle l'exigence pour les professionnels de disposer en interne d'une entité d'analyse, d'une couverture et d'un suivi des risques, d'un plan de continuité d'activité. Chaque professionnel doit définir une procédure de transmission de l'information à la société de gestion cliente en cas de détection d'une anomalie et/ou d'un dysfonctionnement. Enfin, compte tenu de la diversité croissante des instruments traités, le code prévoit les modalités de définition

des procédures de réconciliations.

Enregistrement des opérations

Le code met en évidence la nécessité de disposer en permanence des moyens matériels et techniques (organisationnels, informatiques) et des moyens humains permettant de traiter tous les instruments utilisés par les sociétés de gestion dans les différents OPCVM. Le code permet de s'assurer du caractère suffisant du niveau d'expertise du personnel aux fins de traitement des opérations, de veiller à un enregistrement dans un délai court des transactions dans la comptabilité du fonds après l'initialisation de la transaction afin que la valeur liquidative inclue l'intégralité des transactions initiées au nom des OPCVM. Enfin, le code permettra de s'assurer que le dispositif de contrôle mis en place est opérant et adapté aux instruments traités.

Valorisation

Le code permet de disposer d'un référentiel adapté aux instruments utilisés dans le cadre de la gestion dans un contexte où les instruments utilisés sont de plus en plus variés. De plus, le code permet d'alimenter et d'utiliser son référentiel en conformité avec les règles définies avec les sociétés de gestion clientes car celles-ci définissent la façon dont elles souhaitent voir leurs OPCVM valorisés. Ces définitions font l'objet de conventions et doivent ainsi être respectées. Par ailleurs, le code permet de s'assurer que le dispositif de valorisation s'applique de façon permanente en conformité avec les conventions conclues. Enfin, il convient de disposer de moyens

Présentation du code de bonnes pratiques AFTI de l'administration de fonds

permanents et fiables permettant l'identification et l'enregistrement des opérations sur titres.

Établissement de la valeur liquidative

Le code prévoit que les ordres de souscriptions et de rachats sur parts et actions d'OPCVM doivent être enregistrés en conformité avec les lois et règlements en vigueur. Le code prévoit par ailleurs qu'il convient de s'assurer que les écritures comptables sont enregistrées à tout moment conformément à la réglementation comptable applicable et de disposer d'un processus formel d'établissement de la valeur liquidative permettant à la société de gestion d'effectuer ses travaux de validation.

Opérations de fin de période et opérations spécifiques

Le code précise les modalités d'établissement des comptes annuels conformément à la réglementation applicable et dans le respect des délais de mise à disposition de la société de gestion des données quantitatives issues de la comptabilité. Le code

exige enfin de disposer des moyens adaptés à la réalisation d'opérations spécifiques lorsque celles-ci sont demandées par les sociétés de gestion.

Prochaines étapes

Le code de bonnes pratiques a été élaboré et validé en interne comme un document formalisant l'activité couverte.

Partage du code avec l'AFG

Le code a été présenté à l'AFG afin de recueillir les demandes de modifications ou compléments. Un retour d'appréciation est attendu début 2007 afin de mettre un terme à certains débats, de préciser certains éléments, et ainsi compléter le code de manière à alimenter l'industrie d'un document dont la vocation est d'être relativement complet et représentatif de l'activité.

Une réflexion peut par ailleurs être menée quant à l'ajout d'autres fonctions proches du périmètre de « l'administration de fonds » telles que le montage juridique produit ou la problématique de pricing sur instru-

ments non listés. Ces thèmes pourraient être inclus dans le code s'il est estimé que cela contribuerait à la bonne compréhension du rôle des différents acteurs.

Lancement d'une licence professionnelle

La population de l'ensemble des acteurs de l'administration de fonds représente environ 1500 personnes sur la Place de Paris et près de 3000 personnes si les fonctions à compétences proches (contrôle dépositaire, de commissaire aux comptes) sont incluses. Compte tenu des turn-over dans ces activités, le groupe de travail de l'AFTI a trouvé intéressant de prévoir pour la rentrée 2007 le lancement d'une licence professionnelle sur une promotion d'une trentaine d'étudiants recrutés au sein des entités des différents participants au groupe. Le cycle universitaire a été constitué à partir des process décrits dans le code de bonnes pratiques. Le succès de l'opération est attendu. ▶

Questions de la salle à J.P. Michalowski

« Avec quelle université le partenariat a-t-il été noué ? »

Les jalons ont été lancés avec l'université de Nanterre. Des éléments très concrets seront établis dans les mois prochains concernant la faisabilité de l'opération. Nous saurons par exemple à la fin du mois s'il est raisonnable de lancer cette formation pour la rentrée 2007 - de préférence - ou 2008.

Intervention de M. Roncin : nous pourrions ajouter cette question à l'ordre du jour à la réunion de travail qui aura lieu avec notre université « test » l'Université Lyon Lumières au printemps prochain.

« Les exigences attachées au Dépositaire français sont plus importantes que dans d'autres pays, est-ce la même chose pour la fonction administration de fonds ? »

Non absolument pas. La fonction d'administration de fonds s'inscrit aujourd'hui dans des relations bilatérales entre les prestataires de services et les sociétés de gestion, voire entre leurs propres services internes et leur propre autonomie managériale quand il s'agit d'une organisation interne.

Il n'y a pas aujourd'hui d'obligation précise sur cette fonction si ce n'est une obligation de bonne fin, du respect des conventions telles qu'elles sont conclues entre les différentes parties.





Point sur les travaux de la Commission Européenne en matière de gestion d'actifs

Patrice BERGÉ-VINCENT,
DG Marché intérieur et Services
Commission Européenne

Patrice Bergé-Vincent a fait le point sur les travaux de la Commission européenne en matière de gestion collective d'actifs (fonds d'investissement) en présentant tout d'abord le contexte et les défis auxquels celle-ci est confrontée en Europe. Une fois la méthode ayant permis la rédaction du Livre blanc énoncée, Patrice Bergé-Vincent a continué son exposé en présentant les propositions d'actions de la Commission. Il a par la suite évoqué la problématique du périmètre et de l'architecture de la directive OPCVM de 1985 avant de clôturer son intervention par la présentation du calendrier des propositions d'actions législatives contenues dans le Livre blanc.

Le contexte de la gestion (collective) d'actifs dans l'Union Européenne

La gestion collective a connu de grands succès comme en témoigne le quadruplement des actifs sous gestion en 10 ans des OPCVM coordonnés par la directive OPCVM de 1985. En juillet 2006, 5484 milliards d'euros étaient gérés par les OPCVM coordonnés dans les 25 pays de l'Union Européenne. Ces résultats sont la conséquence de l'utilisation croissante du passeport de l'OPCVM coordonné selon l'EFAMA. 2/3 des OPCVM commercialisés en 2005 étaient de véritables OPCVM transfrontières, distribués dans plus de 5 pays autres que le pays du domicile du fonds. De plus, la part des fonds véritablement transfrontières (non pas des fonds allers-retours) dans les fonds coordonnés et domiciliés en France est en croissance. Ensuite, le label UCITS est reconnu dans le monde entier. Par exemple, les fonds coordonnés domiciliés au Luxembourg sont largement commercialisés en Asie. De plus, les sociétés de gestion françaises vendent en Chine à travers des partenariats (exemples : Crédit Agricole, BNP Paribas) des OPCVM domiciliés en France. Enfin, les fonds d'in-

vestissement sont un outil de choix pour les investisseurs institutionnels ainsi que pour les produits d'épargne retraite. La dernière étude publiée par l'AFII en France et le BIPE montre que les OPCVM sont de plus en plus utilisés par les investisseurs institutionnels. Ils sont aussi, si l'on se réfère à l'exemple français du PERP, un outil de choix pour l'épargne retraite. La France a une place prépondérante en Europe en matière de fonds d'investissement : 4 des 10 premières sociétés de gestion dans l'Union Européenne sont françaises, ainsi que la 11^e.

Les défis auxquels la gestion (collective) d'actifs est confrontée dans l'Union Européenne

Tout d'abord, les procédures de commercialisation transfrontières sont complexes, longues et coûteuses. Le Livre vert publié en juillet 2005 avait déjà identifié ce problème. Les débats menés pour rédiger le Livre blanc ont confirmé la pertinence de cette analyse. À titre d'exemple, la procédure de notification. En théorie, un OPCVM coordonné agréé dans son État de domicile est commercialisable dans les 24 autres

États membres sur simple notification au régulateur de l'intention du promoteur de commercialiser cet OPCVM dans un autre État membre. Cette notification est appelée par l'industrie « autorisation ». Or, selon la directive, cette procédure n'est pas une seconde autorisation mais une notification au régulateur qui doit seulement vérifier les conditions de commercialisation de l'OPCVM (conformité des intentions du promoteur aux conditions de commercialisation en vigueur dans le pays). Dans certains États membres, cette vérification prend 2 mois.

En second lieu, l'industrie de la gestion collective doit être rationalisée car de très nombreux fonds OPCVM coordonnés en Europe sont de très petites tailles - taille moyenne bien plus petite que celle des fonds américains. Ainsi, de nombreux fonds de petites tailles sont peut-être moins rentables ou ne bénéficient pas d'économies d'échelles car comme Christophe Lernould nous l'expliquait, les sociétés de gestion de taille intermédiaire sont les plus rentables.

De plus, les coûts de distribution sont éle-

Point sur les travaux de la Commission Européenne en matière de gestion d'actifs

vés. Ils représentent la part la plus importante des frais. La position française est avantageuse sur ce point car ses coûts de distribution sont les plus faibles en Europe avec 45% des coûts totaux de la gestion du fonds. A contrario, l'Italie occupe la dernière place avec 76% des coûts totaux. Des efforts doivent donc être portés sur ce sujet.

Les fonds d'investissement évoluent dans un contexte d'innovation financière permanente. La directive a été modifiée en 2001 pour s'adapter à ce contexte. Ainsi, à chaque fois que de nouveaux produits apparaissent, la directive serait en principe à modifier afin de suivre le rythme de l'innovation.

Les opportunités de spécialisations fonctionnelles et géographiques n'existent encore qu'à l'état de principe. Le passeport de la société de gestion n'est pas encore effectif. Dans les faits, un fonds coordonné doit être géré par une société de gestion domiciliée dans le même État que le fonds.

Les fonds d'investissement sont concurrencés par d'autres produits financiers s'apparentant à de la gestion collective. À titre d'exemple, les assurances-vie en unité de compte investissant dans des fonds d'investissement. Les produits structurés sont une forme de gestion moins coûteuse selon l'industrie et ils supporteraient un poids réglementaire moins fort que les fonds d'investissement.

La méthode : construire un consensus

Le Livre blanc est le résultat de différents travaux et deux ans de consultations. Ce processus itératif a été chronophage mais nécessaire. Tout d'abord, un Livre vert a été publié en juillet 2005. Il avait pour objectif de lancer un débat sur la nécessité d'améliorer le cadre législatif des fonds d'investissement dans l'Union Européenne. Le Livre vert a été présenté lors d'une audition publique en octobre 2005. Ont suivi une période de consultation publique et la publication d'une synthèse des contributions à cette consultation en février 2006. La Commission a par la suite créé deux groupes d'experts qui ont publié 3 rapports début juillet 2006. Une audition publique

sur ces rapports a été organisée le 19 juillet 2006. Une consultation sur ces rapports a été ouverte et a occasionné la publication d'une synthèse des contributions à ces rapports. Puis un atelier de réflexion sur le prospectus simplifié a été créé. Par ailleurs, la Commission a confié, courant 2006, deux études indépendantes à des contractants extérieurs, l'une sur les coûts dans la gestion des fonds d'investissement, et l'autre sur les tendances et les risques dans les fonds d'investissement. Les rapports de ces études ont été publiés fin octobre 2006. Enfin la publication du Livre blanc a été accompagnée de la publication d'une étude d'impacts.

Le temps de l'action : les propositions du Livre blanc

La Commission a défini 3 types de propositions : 1) des propositions législatives visant à améliorer la directive OPCVM de 1985, directive la plus ancienne en matière de services financiers ; 2) des propositions d'actions non législatives ; 3) l'analyse coût/bénéfice dans le cadre de l'étude d'impacts « mieux légiférer » n'a pas révélé la nécessité d'agir sur le plan législatif dans l'immédiat sur certains sujets. Quelques questions restent ouvertes sur le périmètre et l'architecture de la directive OPCVM.

Propositions d'actions législatives

La première proposition d'actions législatives vise à **modifier les articles 44 à 47** afin de simplifier la procédure de notification en mettant en place l'échange d'informations entre régulateurs et non plus entre le promoteur et le régulateur du pays d'accueil. La notification de l'intention de commercialiser se fera entre le régulateur du domicile du fonds et le régulateur du pays d'accueil du fonds. Par ailleurs, la modification législative vise à préciser le principe selon lequel le régulateur d'accueil devra se concentrer sur les conditions de commercialisation des parts d'OPCVM. Il ne s'agira en aucun cas d'une seconde autorisation. Le régulateur devra vérifier les conditions de commercialisation par le distributeur du pays d'accueil et non pas par

le promoteur dans l'État d'origine. Ainsi, la responsabilité pèsera sur le distributeur alors qu'aujourd'hui elle pèse essentiellement sur le promoteur. Ces modifications vont par ailleurs réduire le délai laissé au régulateur pour enregistrer la notification. Enfin, elles vont créer un ou des mécanismes de règlements des différends entre les régulateurs.

La 2^e proposition de modification législative vise à **faciliter les fusions de fonds transfrontières et à permettre les structures fonds maîtres nourriciers**. En effet, les fusions de fonds transfrontières ne sont pas interdites dans la directive mais elles ne sont pas législativement reconnues. Les conditions d'information des investisseurs dans les fonds fusionnés seront explicitées et la possibilité sera offerte aux investisseurs ne souhaitant pas participer à la fusion de quitter le fonds fusionné sans frais. Des mécanismes de coopération et de règlement des différends entre les États membres seront instaurés. Les fonds maîtres nourriciers ne sont pas aujourd'hui possibles en raison des règles de diversification. La Commission va ainsi proposer la modification de ces règles de diversification dans la directive OPCVM afin d'autoriser le pooling en entité ou « regroupement » dans un fonds maître nourricier. Les travaux de la Commission doivent continuer en ce qui concerne le regroupement virtuel par des moyens informatiques avant d'envisager une reconnaissance législative pour ce genre de gestion.

La 3^e proposition de modification législative vise à **rendre effectif le passeport de la société de gestion** qui existe à l'état de principe. Ce passeport existe pour les fonds ayant la forme juridique de société. La modification va expliciter ce principe pour le rendre effectif et l'étendre aux fonds n'ayant pas la forme juridique de société. Ainsi, les ambiguïtés du texte seront à lever afin d'éviter les discriminations et le protectionnisme par certains régulateurs. Trois questions restent ouvertes à propos du passeport de la société de gestion : le périmètre de ce passeport (fonctions inclu-

ses dans le passeport), les conditions permettant une supervision effective de tous les acteurs (afin que le régulateur puisse contrôler toutes les entités dans différents États membres), et enfin, les incidences fiscales du passeport (certains États membres considèrent la gestion d'un fonds par une société de gestion comme un événement imposable alors que le fonds est domicilié dans un autre État membre et ainsi déjà taxé dans cet autre État membre).

La 4^e proposition de modification législative vise à **simplifier le prospectus simplifié** car il suscite encore des interrogations sur son utilité pour les investisseurs. Il va ainsi être reconfiguré pour être réellement simple. Il sera testé auprès d'un panel d'investisseurs grand public et auprès de l'industrie qui aura à le mettre en place. Les modifications législatives viseront à assurer une mise en place du prospectus simplifié uniforme dans les 27 États membres par des mesures contraignantes (législatives ou réglementaires) pour éviter toute divergence dans les interprétations.

Enfin, **des mécanismes de renforcement de la coopération entre régulateurs vont être proposés**. La Commission s'appuiera notamment sur les exemples de la directive MIF et de la directive prospectus qui comportent de tels mécanismes. La question de la comparabilité des pouvoirs des régulateurs (différents dans les 27 États membres) reste ouverte.

Propositions d'ordre non législatif

Les services de la Commission publieront mi-2007 un vade-mecum sur la directive MIF s'appuyant sur la responsabilité contractuelle et réglementaire des distributeurs afin d'assurer l'articulation de cette directive avec la directive OPCVM en matière de distribution et commercialisation d'OPCVM coordonnés. En effet, l'articulation de ces directives ne semble pas aisée. À titre d'exemple, un débat a lieu sur la portée de la directive MIF quant à la distribution des OPCVM coordonnés et des fonds non coordonnés.

Par ailleurs, la Commission publiera en 2008 une communication sur les dépositaires.

Une communication sur les incidences fiscales des fusions transfrontières sera publiée début 2008. Cette communication s'appuiera sur la jurisprudence de la Cour Européenne de Justice et visera à recommander aux États membres de ne pas considérer les fusions de fonds transfrontières comme un événement taxable. La Commission a choisi d'effectuer une communication car une modification législative aurait supposé une harmonisation fiscale entre les 27 États membres, ce qui est très difficile.

Sujets pour lesquels l'analyse coûts/bénéfices dans le cadre de l'étude d'impacts n'a pas révélé la nécessité de modifier la législation ou de proposer des actions non législatives

Concernant la création d'un passeport pour les dépositaires, l'étude d'impacts a révélé que les coûts du dépositaire dans l'ensemble des coûts que supporte la gestion des fonds d'investissements représentent une part assez réduite. La réduction de ces coûts a déjà largement été obtenue grâce aux mécanismes de délégation. En outre, un passeport des dépositaires nécessite une harmonisation préalable du rôle, des statuts et de la responsabilité du dépositaire. Ainsi, l'étude d'impacts a révélé que les coûts et les risques législatifs seraient supérieurs aux bénéfices, y compris pour l'industrie, de la création d'un passeport pour le dépositaire. Cependant, une communication sera publiée en 2008 afin de clarifier les conditions d'utilisation de la délégation de la conservation d'actifs à un dépositaire dans un autre État membre. Ce sujet reste ouvert à l'AMF et à la Commission. La communication visera également à clarifier le droit de la succursale dans un État membre d'une banque dans un autre État membre à agir comme dépositaire d'un fonds. L'objectif d'harmonisation du rôle, des statuts et de la responsabilité du dépositaire reste prioritaire pour la Commission. LAFTI est invité à participer à ces débats.

De plus, le sujet de l'harmonisation de l'agrément initial des OPCVM a été écarté par l'étude d'impacts bien que l'industrie souhaiterait que la Commission oriente les régulateurs en la matière.

Enfin, concernant le traitement des ordres de souscription/rachat des fonds, l'étude d'impacts a montré la forte progression de l'industrie sur le thème et l'opportunité de lui laisser le leadership.

Au-delà du périmètre et de l'architecture de la directive

Le périmètre fait référence aux fonds coordonnés ou non par la directive tandis que l'architecture de la directive concerne l'approche utilisée ou les principes qui sous-tendent la directive. L'approche actuelle est une approche « produit », une approche prescriptive. La directive liste en effet les actifs dans lesquels un OPCVM coordonné peut investir. Les actifs absents de cette liste ne peuvent pas faire l'objet d'investissements par les OPCVM coordonnés. Plusieurs propositions de l'industrie visent à remplacer cette approche « produit » par une approche « risque » ou une approche « principes ». Cette approche présente l'avantage de conserver le rythme avec l'innovation financière et de laisser la responsabilité aux gérants de prendre le risque ou de porter la responsabilité de leur investissement. Cette approche permettrait de ne pas avoir à modifier la directive à l'apparition de nouveaux produits. Cependant, des réflexions restent à mener afin de définir certains points, notamment, le calcul du risque et son contrôle. Un rapport sera remis au Parlement européen en 2008 sur l'opportunité de modifier la directive en ce sens. Ce changement d'approche entraînerait une modification profonde de la directive.

Deux types de fonds sont exclus du champ de la directive. Tout d'abord les fonds non coordonnés distribués aux investisseurs grand public (fonds ne faisant pas partie de la directive mais régulés au niveau national et considérés comme adaptés aux investisseurs grand public). Une étude va être menée afin d'identifier

Point sur les travaux de la Commission Européenne en matière de gestion d'actifs

les critères utilisés par les 25 régulateurs nationaux pour considérer leur caractère adapté aux investisseurs grand public. En outre, une analyse sera effectuée afin d'identifier comment leur faire bénéficier des mécanismes de marché unique en Europe (mécanisme de passeport ou tout autre mécanisme leur permettant d'être distribués sur une base transfrontière). En effet, si l'AMF estime qu'un fonds non coordonné est tout à fait adapté à des investisseurs grand public français, pourquoi ne seraient-ils pas adaptés à des investisseurs grand public européens? Un rapport sera remis au Parlement européen en 2008. Par ailleurs, certains fonds non coordonnés dits « fonds structurellement complexes » sont réservés aux investisseurs qualifiés. La mise en place d'un régime de placement privé au niveau européen est en cours d'analyse. Il permettrait aux promoteurs de ces fonds de placer des parts à quelques investisseurs qualifiés sans trop d'interventions du régulateur sur des transactions entre contreparties averties.

La question des restrictions/interdictions d'investissement pesant sur certains investisseurs qualifiés dans des fonds structurellement complexes reste posée par l'industrie. À titre d'exemple, en France les assurances-vie ne peuvent pas investir plus de 10% de leurs actifs (sauf pour leur compte propre) dans des hedge funds, y compris dans des hedge funds français. L'industrie (en France par l'AFG, l'AFII) a émis l'idée que ces fonds pourraient être insérés dans le cadre réglementaire des fonds coordonnés ou au moins des fonds régulés au niveau national. La Commission semble défavorable à cette solution, en contradiction avec la nature même de ces fonds. En effet, ces fonds seraient dès lors soumis à l'approche « produit ». Ils ne pourraient plus investir dans certains actifs utilisés aujourd'hui de manière contractuelle car ils sont réservés à des investisseurs qualifiés. L'objectif est donc de lancer un régime de placement privé au niveau européen

en s'appuyant sur l'existant dans les États membres. Un rapport au Parlement européen sera rendu à l'automne 2007.

Le calendrier des actions législatives

Le Livre blanc publié en novembre n'est pas un document soumis à consultation. En revanche, toutes les propositions de la Commission en vue de modifier la législation feront l'objet de consultations.

Un premier projet sera rédigé pour début mars 2007 et sera soumis à consultation publique. Une conférence publique aura lieu à Bruxelles sur ce projet le 26 avril 2007. Cette conférence sera couplée avec une conférence internationale de promotion des OPCVM coordonnés au niveau mondial. Le projet de la Commission sera finalisé après avoir intégré les commentaires de toutes les parties prenantes. Le projet et son étude d'impacts seront présentés au Parlement à l'automne 2007 avant de lancer la procédure de codécision entre le Parlement européen et le Conseil européen. ▶



Questions de la salle à Patrice Bergé-Vincent

« Les États membres auront normalement des textes de transposition de la directive MIF à la fin du mois de janvier 2007, textes avec lesquels l'industrie va devoir se mettre en conformité pour le mois de novembre 2007. Or, entre-temps, le vade-mecum de la Commission sera publié. Comment s'assurer que ce vade-mecum ne va pas impliquer une nouvelle implémentation de la directive MIF qui pourrait être en contradiction avec les orientations prises par les États membres d'ailleurs pas forcément cohérentes entre les pays? »

Le vade-mecum - communication non contraignante - portera sur l'articulation de la directive MIF et les dispositions de la directive OPCVM portant sur la commercialisation des OPCVM coordonnés. La Commission dispose de solutions juridiques en cas de divergences d'interprétation de la directive MIF. L'idéal serait la mise en place convergente et uniforme de la directive MIF dans les 27 États membres, le texte de la MIF et la



de domiciliation que de le commercialiser à l'étranger. Ainsi, les sociétés de gestion ont tendance à créer un fonds dans chaque État membre pour le commercialiser uniquement dans cet État membre. Les mécanismes de fusions transfrontières vont permettre de rationaliser les gammes de façon opportune. De plus, le mécanisme de fonds maître nourricier permettra de gérer dans une seule entité les fonds créés pour des raisons commerciales et culturelles au niveau des États membres. Ce mécanisme permettra de gérer ces fonds comme s'ils étaient un seul fonds alors que juridiquement plusieurs fonds différents existent.

« Concernant l'approche « produit », quel est le lien avec la directive proposée en matière d'éligible assets? »

La directive de 1985 a été modifiée en 2001 par deux directives dont l'une visait à élargir la liste des actifs dans lesquels ces fonds peuvent investir, notamment aux produits dérivés. La directive éligible assets vise à clarifier ces dispositions en énumérant exhaustivement les actifs dans lesquels les fonds coordonnés peuvent investir. C'est pourquoi nous parlons de l'approche « produit ».

Le débat sur l'architecture de la directive consiste à savoir s'il est opportun de conserver une directive listant exhaustivement les actifs dans lesquels les fonds peuvent investir face à un contexte d'innovation financière permanent. Le risque est de devoir régulièrement modifier la directive à chaque innovation. Une approche « risque » ou une approche « principes » consisterait à autoriser le gérant à investir dans tous types d'actifs (sauf peut-être certains actifs totalement inappropriés à des fonds destinés à des investisseurs grand public) mais dont le risque maximal ne dépasse pas un seuil fixé car ces fonds s'adressent à des investisseurs grand public. Dans ce cas, comment calculer

le risque, à quel seuil doit-il être fixé, quel risque l'investisseur grand public est-il prêt à accepter, quelle est la relation entre ce risque et la performance? De plus, peut-on établir que les OPCVM coordonnés sont moins risqués que les OPCVM non coordonnés au titre que certains actifs sont interdits aux premiers? Selon la théorie moderne du portefeuille, lorsqu'un actif individuellement plus risqué que le portefeuille moyen est ajouté, cela peut entraîner la diminution du risque moyen du portefeuille. Aujourd'hui, l'approche « produit » ne tient pas compte de cette théorie.

Si l'approche « risque » était choisie, l'architecture de la directive serait à revoir intégralement car la directive OPCVM en vigueur a été bâtie autour de la notion de l'approche « produit ».

Une étude sera lancée en janvier sur les restrictions d'investissement des fonds coordonnés et des fonds non coordonnés – afin d'identifier les pouvoirs et stratégies d'investissement des fonds coordonnés et non coordonnés. L'objectif est de comparer le couple risque-performance et/ou la volatilité des fonds coordonnés et fonds non coordonnés en Europe, la manière dont les risques sont gérés et enfin la transparence vis-à-vis du régulateur sur ces risques dans les sociétés de gestion dans les fonds coordonnés et fonds non coordonnés. Le rapport d'étude est attendu en novembre 2007.

La directive actuelle sera modifiée mais son architecture ne sera pas revue pour le moment car l'étude d'impacts a conclu qu'il paraît prématuré de redéfinir l'approche. Si à fin 2007, les travaux de réflexions et les études démontrent la nécessité de redéfinir la directive selon une approche « risque », la nouvelle directive n'entrera en vigueur qu'à la suite d'un chantier d'élaboration assez long.

directive portant mesure d'exécution de la directive ont été écrits dans ce but.

« N'aurait-il pas été possible de publier ce vade-mecum dès aujourd'hui? »

Les travaux sur ce dossier ne sont pas achevés.

« Vous constatez que les petites sociétés de gestion ont des problèmes de marge : pensez-vous que l'on pourra assister au niveau européen à une défragmentation du type de celle qu'on a connu sur le marché américain? »

Les fusions transfrontières des fonds concernent les fonds et non pas les sociétés de gestion. La directive OPCVM ne traite pas des sociétés de gestion directement.

De nombreux fonds sont souvent créés pour des raisons commerciales. Un nouveau fonds sera créé pour mettre en œuvre une nouvelle idée d'investissement alors que cette stratégie d'investissement pouvait être mise en place dans un fonds déjà existant. De plus, il est plus facile pour des raisons culturelles de vendre un fonds dans son État

Table ronde



Table ronde : Les défis de l'architecture ouverte

Animée par **Pierre MONTEILLARD**, Associé, Eurogroup

Jean-Marc EYSSAUTIER, Directeur Général, Caceis Bank

Frédéric PÉRARD, Responsable Développement produits et opérations EIS, BNP Paribas Securities Services

Yann de SAINT MELEUC, Président de la Commission Infrastructure et prestataires, AFG
Secrétaire Général, Groupama Asset Management

Philippe SEYLL, Head of investment fund services, Clearstream

Pierre SLECHTEN, Directeur Général, Euroclear France



Pierre MONTEILLARD

Avant d'introduire ces échanges, je voudrais rappeler qu'il y a deux ans environ, l'AFTI et l'AFG rendaient publiques une étude et des recommandations sur la circulation et la distribution des fonds. Nous reviendrons sur ces différentes recommandations car certaines d'entre elles ont des suites intéressantes. Depuis, nous constatons une sorte de course à la progression de l'architecture ouverte d'une part, et des travaux sont conduits par l'industrie pour améliorer le dispositif et apporter des solutions positives d'autre part.

Trois enjeux importants sont à souligner. Tout d'abord la prise de conscience que le marché est aujourd'hui au moins européen. En conséquence, les solutions à mettre en œuvre sont à concevoir sur cette même échelle. Les banques françaises font partie des banques les plus importantes en Europe et dans le monde. Ainsi, les problématiques de la distribution externe et de l'architecture ouverte sont intéressantes car elles entrent en résonance avec la force des acteurs français. En second lieu, les acteurs de la Place de Paris ont un intérêt à faire la démonstration par les faits que les idées promues assez unanimement par le marché français, l'AFG et l'AFTI autour du modèle CSD pour ce qui est de l'industrie, se concrétisent. Cette réussite se matérialise notamment par une réussite de l'automatisation du routage des ordres. Enfin, de nombreux travaux occupent ensemble l'AFG et l'AFTI. Les principaux chantiers en cours sont un travail de préparation de la réglementation sur la gestion du passif, un travail de normalisation par l'AFG des conventions de distribution, un chantier

sur le projet d'émergence d'un référentiel OPCVM de Place, ainsi que des travaux sur la normalisation permettant le marquage des flux, etc.

L'AFTI et l'AFG se sont organisées et ont mis en place des commissions de travail dédiées à ces sujets. La commission « infrastructure et prestataires » que préside Yann de St Meleuc pour l'AFG, suit de près ces sujets-là, comme d'autres sujets dits tuyautiques : dépositaires, administrations de fonds. Du côté de l'AFTI, un groupe dédié a été constitué « Flux et stocks sur OPCVM » animé par Frédéric Pérard.

Comment qualifiez-vous l'avancement de la mise en œuvre des recommandations AFTI/AFG ?



Yann de SAINT MELEUC

Je remercie l'AFTI d'inviter toujours aussi aimablement l'AFG à votre journée. Nous faisons très attention à ne pas faire trop de propositions. Nous n'en avons fait que 20 et pourtant, nous avons du mal à les mettre toutes en application. Je constate que nous avons un succès dans la mise en œuvre de ces recommandations sans doute assez logiquement proportionnel à l'intérêt en terme de développement et de business que peuvent y voir les sociétés de gestion. Plusieurs propositions visaient à améliorer la distribution et ainsi la circulation des OPCVM. Sur ce point, nous avançons assez bien, notamment sur le marquage des ordres. J'ai eu plusieurs fois l'occasion d'effectuer des communications sur le marquage des flux, au sein de l'AFG à l'occasion de réunions d'informations ou de commissions regroupant des sociétés de gestion. Les sociétés de gestion ont montré à chaque fois leur enthousiasme. Leurs

questions portaient sur les concrétisations techniques du projet. Nous avons déjà effectué un bon travail afin de comprendre la problématique que pouvaient rencontrer les centralisateurs lors des collectes d'ordres. Un grand travail a été mené afin de trouver une solution pragmatique pouvant s'adapter à la diversité des organisations côté passif, de la collecte d'ordres. Je crois qu'il faut vraiment avancer sur ce point. Je ne sais pas si nous aurons un même taux de succès sur les 20 recommandations mais il me paraît très important d'en faire avancer certaines et de montrer à la profession que la relation de travail est « gagnant-gagnant ». Plusieurs professionnels utilisent déjà la solution du marquage des ordres sans passer par les plates-formes Euroclear ou Clearstream. Toutes les solutions ne peuvent pas être tracées, donc le succès est difficilement mesurable. Un déploiement plus important de ces marquages est attendu en fin d'année et début d'année prochaine.

Sur les autres sujets, nous avons beaucoup travaillé avec l'AMF. Les professionnels de l'AFTI et de l'AFG ont à communiquer pour comprendre les contraintes réciproques que nous avons pour développer nos métiers. Pour qualifier ces 20 propositions, il s'agit d'une progression pragmatique.

Pierre MONTEILLARD

Du côté de l'AFTI, quelles sont les priorités d'actions de la Place et qu'attendez-vous des infrastructures ? »



Frédéric PÉRARD

Le groupe de travail AFTI, constitué depuis juin 2006 à la demande de Marcel Roncin et de Bruno Prigent, s'est fixé un programme

Table ronde

de travail suivant 2 axes. Le premier axe concerne un programme d'actions concret. Tout d'abord, nous avons élaboré des mesures à court terme visant à améliorer le processus de traitement des ordres, comme suite aux 20 recommandations. À ce titre, nous avons émis un certain nombre de recommandations concrètes en cours de validation au sein de différentes instances au niveau français. Ces recommandations portent notamment sur la gestion des dates, la gestion des cut-offs. Des travaux sont également en cours sur les ordres en montant et les ordres en devise car la compétitivité de la Place de Paris implique un développement réel de ce type d'ordres par rapport au Luxembourg.

En outre, nous nous sommes fixé l'objectif de gérer toutes les conséquences liées à la transition de la plate-forme ESES car bien que ne concernant en principe pas les titres, les modifications ont des implications sur les OPCVM. Ainsi, nous gérons, en coordination avec Euroclear France et des groupes conservateurs, les OST sur flux. De plus, nous devons entrer en relation avec l'AMF lorsque ESES sera en place. En effet, un fonds sera inscrit sur une seule Place de référence. Or, dans un contexte européen, où seront inscrits les fonds luxembourgeois? Par ailleurs, nous travaillons en parallèle avec le Luxembourg sur la transposition de la directive MIF en ce qui concerne les OPCVM en raison du manque de clarté au niveau de la transposition de la directive. Le sujet reste prioritaire, en particulier sur le transfert de statut de RTO pour les OPCVM et les implications dans ce domaine. En outre, nous avons émis des recommandations concrètes en ce qui concerne la gestion des principes de souscription/rachat des OPCI. Notre second axe vise à effectuer un travail plus prospectif et à développer un modèle européen Transfer Agent light qui serait un mélange du modèle français du CSD (traitement, règlement-livraison des ordres automatisés) et du modèle TA du Luxembourg pour permettre de développer un échange d'informations avec les distributeurs et les promoteurs sur la distribution dans un processus d'architecture ouverte. Un groupe de travail

spécifique s'est déjà réuni plusieurs fois sur le sujet. Notre objectif est d'élaborer un document permettant d'entamer des discussions avec différentes instances de la Place d'ici à fin janvier 2007.

Concernant les initiatives de Place, des transpositions dans les messages Swift ou dans les processus notamment liés à la plate-forme d'exécution Euroclear France devraient avoir lieu dans un futur très proche.

Sur la seconde partie de la question, nous attendons de la part des grandes infrastructures des capacités à pouvoir traiter des ordres de manière beaucoup plus automatisée avec un mélange dans le cadre du TA light et de CSD, d'un processus sécurisé, au bon prix, et permettant une transmission et un règlement des ordres efficaces.

Pierre MONTEILLARD

Parmi les sujets d'intérêts, comment positionnez-vous les enjeux entre les modèles TA et CSD? Les considérez-vous compatibles?



Philippe SEYLL

Afin de comprendre le sujet, précisons les attributs des deux modèles. Le CSD fonctionne très bien : il est peu cher à opérer (au niveau international également), il a un côté centralisé du règlement-livraison qui fonctionne sur un mode DVP, ce qui est particulier pour ce type d'actifs et il offre un standard. D'autre part, le modèle agent de transfert a lui aussi des qualités, en particulier la flexibilité. Le problème de traçage d'ordres ou de standardisation n'existe pas dans ce modèle. Cependant, ce modèle ne permet pas l'utilisation de l'outil Euroclear France. L'inconvénient du modèle CSD est

son caractère relativement opaque quant à la traçabilité de l'ordre. C'est un problème pour une activité qui nécessite toujours des paiements et des calculs de rétrocessions. Ce modèle est totalement inadapté à ce genre de pratiques, surtout si l'activité est internationalisée. À l'inverse, le modèle TA a été construit pour un modèle de distribution internationale. Ce modèle fonctionne très bien mais il a des contraintes : un distributeur devant distribuer des produits administrés par plusieurs TA doit se lier à chacun d'entre eux et ainsi à plusieurs façons différentes de « traiter ».

Selon moi, les modèles sont compatibles. Mais plutôt que de compatibilité, je préfère parler de coexistence. Les deux modèles peuvent coexister sur une plate-forme de traitement. Il paraît envisageable que le modèle TA tende vers un modèle CSD-TA light et que le modèle CSD s'oriente vers un modèle CSD-TA Light. Le futur modèle devra allier les forces des deux modèles en parfaite harmonie. Le modèle à promouvoir en Europe est un modèle qui aura identifié que la fourniture de services concerne des services différents par nature. Les TA et CSD fournissent un service de routage d'ordres, un service de règlement-livraison, un service de conservation et des services à valeur ajoutée. Lorsque nous parlons d'harmonisation, tout ne doit pas être mêlé. L'un ou l'autre des modèles sera plus adapté selon les services. Le modèle du futur mutualisera les services là où ils doivent l'être et les individualisera lorsqu'il y aura une valeur à ajouter par certains prestataires. Le modèle du futur offrira de manière centralisée le règlement-livraison, et de manière peut-être concurrente voire neutre le routage d'ordres. La conservation pourra être centralisée ou laissée aux soins de certains opérateurs dans le marché tandis que les services à valeur ajoutée ne seront pas centralisés. Cette analyse se base sur le marché actuel. Or, les données sont déjà en évolution. En effet, certains facteurs non pris en compte aujourd'hui, devront être intégrés dans la définition du modèle. À titre d'exemple, les fonds européens s'exportent bien en Asie. Le modèle du futur devra s'adapter et per-

mettre des ouvertures de services très tôt le matin et les fermer très tard. De plus, le modèle centralisé devra tenir compte de la complexité croissante de l'administration. La distribution des fonds se complexifie (complexité des souscriptions/rachats de parts de fonds) avec une évolution de la structure de distribution. En effet, celle-ci ne va plus aujourd'hui du distributeur institutionnel ou investisseur privé vers le fonds mais des nouveaux types de distribution avec des nouvelles habitudes de distribution apparaissent. Aujourd'hui, nous rencontrons déjà des difficultés à traiter ce qui existe sur le marché et il sera nécessaire de prendre en compte ces nouveaux facteurs dans le futur.

En conclusion, je préfère parler de cohabitation plutôt que de compatibilité. La solution du futur ne doit pas avoir de perdant. Les TA ne doivent pas y voir une menace pour leur activité surtout s'ils se concentrent sur les services à valeur ajoutée. Les distributeurs doivent y trouver des avantages dans la mesure où leurs préoccupations de plus en plus internationales devraient être prises en compte.

Pierre MONTEILLARD

Quel modèle voyez-vous émerger? Et comment voyez-vous évoluer vos plates-formes CSD et FundSettle?



Pierre SLECHTEN

En tant qu'industriel, je n'aime pas la cohabitation. Le modèle américain, modèle unique tourné sur une infrastructure unique a réussi au niveau de l'industrie des mutual funds à atteindre des niveaux de coûts unitaires en matière de souscriptions/rachats des ordres tout à fait remarquables. Le coût

de la transaction est estimé à moins de 0.25 euro, ce qui démontre que la tuyauterie nécessaire pour supporter cette industrie, les économies d'échelle et la centralisation sont importantes. D'un point de vue plus pragmatique, l'Europe et l'industrie ne paraissent pas mûres pour une solution de concentration unique. Dès lors, la cohabitation des deux moins mauvais modèles, le modèle CSD à la française et le modèle TA au Luxembourg est à maintenir. A contrario, j'espère que le modèle anglais qui est le modèle le plus inadéquat sera éliminé le plus rapidement possible.

Chacun des modèles va devoir, plutôt que de cohabiter, prendre les leçons de l'autre en terme d'amélioration. Je pense qu'effectivement le modèle TA au Luxembourg ne pourra pas se passer d'une forme de dématérialisation à la française ni d'une révision assez fondamentale des processus de paiement espèce sur les souscriptions et remboursements. Ce sont en effet aujourd'hui des processus totalement séparés entre les titres et les espèces, ce qui crée des risques opérationnels importants. Au regard de la problématique de la transparence du modèle du CSD français, basé sur la solution du marquage des ordres, je pense que certains points devront être adressés par le marché français tels que les problématiques des transferts, du calcul des commissions, etc. Selon moi, la cohabitation est un mal nécessaire mais avec une harmonisation vers le haut qui fera se ressembler de plus en plus les deux modèles.

Pierre MONTEILLARD

Quels sont les services que les prestataires titres peuvent apporter pour supporter la distribution externe?

Jean-Marc EYSSAUTIER

Tout d'abord, je souhaite revenir sur la notion de services par rapport à nos clients. Cela ne va pas forcément de soi dans un métier qui historiquement était un passage obligé en raison de la réglementation ou considéré par nos grands clients internes comme un back-office. Nous envisageons

bien désormais nos métiers sous l'angle de l'apport d'un service à nos clients.

Nous apportons trois catégories de services. Tout d'abord, l'aspect opérationnel constitue notre cœur de métier. Plutôt que de tuyautique, je préfère parler de « gestion de la complexité ». Notre métier est de gérer une forte complexité sur ce marché pour des clients variés (français, étrangers, distributeurs, promoteurs). Complexité des intervenants (parfois plus de 5 niveaux d'intervenants dans la distribution par exemple), complexité dans les aspects opérationnels et matériels (fax, Internet, postes de travail dédiés, liaisons avec des protocoles CFT, FTP, Swift, etc.). Notre objectif est donc de rendre l'activité la plus simple possible du point de vue de chaque client pris individuellement. Par ailleurs, dès lors qu'il y a des prestations de passations d'ordres, il y a nécessairement des composantes risques. Nous absorbons une bonne partie du risque opérationnel inhérent à ces prestations puisque dès lors que nous acquittons un ordre du client, nous en portons la responsabilité jusqu'à son exécution. Nous avons par ailleurs un rôle à jouer dans le support commercial et marketing à ce processus de distribution. En tant qu'intermédiaire, nous intervenons dans le calcul des commissions, les rétrocessions, la maintenance des encours, ou toute information pouvant être remontée à des réseaux de distribution, ou à des promoteurs, afin de les aider dans le marketing et la commercialisation des fonds. Ce rôle se développe non seulement sur notre marché domestique mais aussi en Europe. Nous voulons continuer à développer cette fonction support en accord avec nos partenaires des sociétés de gestion et les réseaux de distributeurs travaillant avec nous. Enfin, nous jouons parfois le rôle de « arrangeur »



Table ronde

car nous sommes de plus en plus sollicités par nos clients pour les assister dans le montage de fonds et de leur distribution. Ainsi nous assistons nos clients français, promoteurs de fonds domestiques et qui veulent les distribuer sur d'autres marchés, dans le montage des fonds, la documentation, les relations avec le régulateur fiscal, avec les autorités de Place, etc. À l'inverse, nous jouons ce même rôle d'« arrangeur » pour des promoteurs de fonds européens ou offshore désirant distribuer ces fonds sur le marché français, tout en assurant la fonction d'agent centralisateur.

Pierre MONTEILLARD

Pour les sociétés de gestion, quelles sont les améliorations pouvant être réalisées à court terme?

Yann de SAINT MELEUC

Nous travaillons actuellement sur deux éléments. Le premier concerne la facilitation de la distribution. Nous prévoyons de normaliser ou pour le moins de donner des canevas pour toutes les conventions de distribution des sociétés de gestion. Nous menons également une réflexion de fond - peut-être pas à court terme - sur les avantages des infrastructures à Luxembourg. Nous nous sommes interrogés sur les raisons poussant les sociétés de gestion à aller à Luxembourg alors qu'elles s'estiment satisfaites de la France en terme de produits et de prestations dépositaires. Eurogroup mène ainsi une analyse cofinancée par l'AFG et l'AFTI. Cette étude nous a déjà permis de mieux identifier les priorités sur lesquelles des travaux sont à mener afin que le modèle français puisse rapidement mieux convenir aux sociétés de gestion. Les sociétés de gestion n'éprouvent pas de difficulté à gérer un OPCVM luxembourgeois (gestion simplifiée par rapport au modèle français). Je ne pense par ailleurs pas que les fusions transfrontalières se feront majoritairement dans le sens Luxembourg vers France. Bien que nous ne nous inscrivions pas dans une ultra compétition, cette étude nous permettra de comprendre pourquoi le service est considéré meilleur là-bas et pourquoi nous ne serions pas capables de le proposer à proximité avec le coût raisonnable rencontré sur le marché français.

Pierre MONTEILLARD

Pour les banques dépositaires, quelles sont les améliorations pouvant être réalisées à court terme?

Frédéric PÉRARD

Au-delà des actions réalisables dans un délai de 3/4 mois citées plus tôt au cours de la table

ronde, nous pouvons faire le parallèle avec le SSE qui s'est construit en 15 ans. Nous pourrions avancer plus vite en France et même au niveau européen en en reprenant les best practices. De ce point de vue, plusieurs éléments paraissent incontournables. D'une part, ils disposent d'un référentiel valeurs commun. LEFAMA a lancé une initiative : le Fund Processing Passport. Même si les promoteurs ne veulent pas s'échanger leurs bases valeurs car elles constituent des données très concurrentielles, s'échanger les données dans un référentiel commun sur tous les aspects de traitement des ordres serait très utile. Nous avons des initiatives au niveau français et européen également dans ce domaine qui nous permettront de progresser assez rapidement sur ce sujet. Le 2nd point serait d'avoir un référentiel contreparties sur lequel nous aurions une nomenclature cohérente. Ce référentiel permettra de communiquer avec un langage commun et facilitera l'automatisation des ordres. Si les prestataires de services que nous sommes n'arrivons pas à décoder les accords de rétrocessions, il va y avoir désordre, et il y a déjà désordre. Le 3ème point concerne la responsabilité du distributeur. Nous tendons à l'heure actuelle vers un modèle de plus en plus ouvert dans lequel nous voudrions avoir l'ensemble des acteurs du processus de distribution des fonds, à savoir les acteurs historiques que sont les fournisseurs de services et les promoteurs mais également les distributeurs. Qui prend le risque si le distributeur n'est pas lui-même solvable? Je pense qu'à ce stade nous manquons d'une définition et d'une normalisation du rôle du distributeur et de ses responsabilités. Nous avons des attentes à court terme de la part des régulateurs.

Pierre MONTEILLARD

Observez-vous des améliorations dans certains marchés étrangers qui devraient inspirer le marché français?

Philippe SEYLL

Deux points sont à mettre en avant. Tout d'abord, l'effort de l'EFAMA avec son Fund



Processing Standard Group (FSPG) doit être salué. L'EFAMA a défini 48 propositions. Le FSPG se concentre aujourd'hui sur l'une d'elle, le Fund Processing Passport (FPP). Ce FPP est un ensemble de points techniques que les distributeurs et les fournisseurs de services (les agents de transferts) pourraient mettre en place et s'échanger de manière à créer une base de données. L'adoption de ce FPP serait une avancée pour l'industrie. L'ajout de ces critères à nos prospectus permettrait de les rendre accessibles à tous. Resterait le point de la mise à jour de ces critères. Il faudrait qu'ils soient relativement stables. En outre, nous avons lancé il y a 18 mois à Luxembourg le « Central Facility for Funds » (CFF), initiative conjointe de Clearstream et du marché. L'objectif était de trouver un modus operandi entre le modèle TA et le modèle CSD. Aujourd'hui, nous avons défini une série de services remplissant quelques fonctions relativement simples. Il s'agit d'un processus centralisé, un hub, offrant des services de settlement pour les fonds de droit luxembourgeois et les fonds opérés par les TA luxembourgeois dans un premier temps. Ce hub offre des services de Delivery Versus Payment (DVP). Clearstream estime en effet que la part de fonds doit se traiter de façon similaire au traitement de règlement-livraison d'une action classique. Ceci est un peu antinomique avec le modèle DTC qui a pour pratique de pousser le settlement chez les agents de transferts. L'objectif est ici que l'agent de transfert se concentre sur certains services à valeur ajoutée en acceptant de sortir le processus de settlement de ses livres de manière à ce qu'il soit centralisé et standardisé. Le CFF met en œuvre cet objectif. Il sera lancé en phase pilote en février 2007 avec 7 pilotes (dont BNP Paribas Securities Services, CACEIS, Schroders, UBS, Pictet, Fortis) avec pour objectif une mise en place à la fin d'année 2007. L'objectif est de se rapprocher le plus possible du modèle CSD pour un marché largement basé, à Luxembourg, sur un modèle d'agents de transfert.

Pierre MONTEILLARD

Qu'attendez-vous des professionnels français et comment observez-vous l'accueil de

vos projets par le marché français?

Pierre SLECHTEN

Tout d'abord, nous avons eu un support assez extraordinaire dans la phase de construction de la plate-forme de routage. Le produit déployé au printemps correspond en termes de périmètre fonctionnel, de standard utilisé, et de tarification à la demande du marché. Euroclear France avait pris l'initiative de ce projet à la suite du travail effectué par l'AFTI et l'AFG – les 20 recommandations. Nous en avons pris une à notre compte et avec le support très fort à la fois des teneurs de compte et des agents centralisateurs, nous avons donné une solution. Cependant, nous avons été un peu déçus dans la 1ère phase de la difficulté de montée en charge de la plate-forme. Une plate-forme d'exécution ne génère ses bénéfices qu'à partir du moment où elle est utilisée par la grande majorité, ce qui n'est pas le cas aujourd'hui. Euroclear France et la Place ont rencontré 3 types de problèmes : d'une part, la lenteur de la mise à disposition des codes BIC qui étaient la pierre angulaire de la solution de marquage des ordres; par ailleurs, une sous-estimation de la part d'un grand nombre d'acteurs de la Place de l'ampleur du changement (de passer du fax et du téléphone à un moyen automatisé); enfin, des difficultés ou des discussions sur les responsabilités respectives des différentes parties : le donneur d'ordres, Euroclear France et l'agent centralisateur. Ces obstacles sont désormais pratiquement derrière nous. Nous nous attendons donc à l'horizon mars 2007 à une montée en charge rapide qui sera favorisée par la 2ème partie du projet - l'intégration de cette plate-forme d'exécution avec le système de règlement-livraison. Cela permettra de sécuriser la mécanique que nous connaissons en France. Cependant, le règlement-livraison ne doit pas ajouter une petite couche d'opacité empêchant le calcul des commissions ou d'effectuer les transferts de manière importante. Euroclear France se tient à la disposition de la Place pour d'autres initiatives (telles que l'élaboration d'un référentiel valeurs, d'un

référentiel contreparties). Je ne prétends pas qu'Euroclear détient la solution mais elle a certainement l'infrastructure technique et la capacité de gestion de projet pour contribuer à ces objectifs de Place.

Pierre MONTEILLARD

Qu'attendez-vous comme bénéfice en tant qu'acteur français dans la mise en place de la plate-forme?

Jean-Marc EYSSAUTIER

Je souhaiterais tout d'abord rebondir sur quelques points évoqués précédemment. Concernant la dynamique de cette industrie, j'ai été frappé lorsque j'ai commencé à traiter ces sujets il y a 4/5 ans, par le sentiment d'une espèce de fatalité. La complexité des problématiques était constatée sans pour autant que des solutions ne soient recherchées. J'ai le sentiment aujourd'hui que les choses ont beaucoup avancé. Chaque acteur a participé à la dissociation des problèmes : les aspects liés à la distribution, les aspects liés au règlement-livraison, les aspects domestiques et les aspects cross-borders ont été segmentés. C'est un point positif que nous pouvons relever. Nous trouvons maintenant des solutions car les acteurs se sont mis dans des dispositions pour en trouver. Par ailleurs, je voudrais évoquer deux points en rapport avec l'intervention de Pierre Slechten. Tout d'abord, je suis toujours un peu agacé en tant que citoyen européen et professionnel de ces métiers quand le modèle américain est mis en avant. Dans nos métiers, ils ont un très gros avantage car il s'agit d'une seule nation et non pas d'un ensemble de 15 ou 25. Dès lors qu'il s'agit d'une industrie à frais fixes, les charges sont évidemment plus facilement étalées lorsque les volumes sont considérables sur un seul marché et le coût unitaire de traitement réduit d'autant. En revanche, il y a un certain nombre de domaines où l'Europe n'a pas à rougir d'un point de vue fonctionnel. Cela étant, il reste tout à fait intéressant de reprendre les best practices venant du marché US. Par ailleurs, concernant les initiatives relatives

Table ronde

à l'infrastructure et sur le débat modèle CSD/TA, les deux modèles vont peut-être converger ou l'un des deux s'imposera. En tant qu'utilisateur de ces infrastructures, ce qui est très important est que l'on dispose de services offerts par les providers qui correspondent aux besoins que nous exprimons. Nous sommes très sensibles dans ces domaines à ce qu'elles se comportent bien comme des infrastructures et non pas comme des concurrents. Dans ce domaine du routage des ordres, nous avons émis un certain nombre de demandes. Le fait de passer par des plates-formes centralisées et automatisées nous aidera beaucoup et nous permettra à terme une meilleure maîtrise de nos risques. Mais, nous sommes aussi très attentifs à ce que la distinction des rôles soit bien claire entre l'infrastructure en tant que fournisseurs et les clients que nous sommes.

En ce qui concerne la plate-forme Euroclear France, la Place de Paris a soutenu le projet. Il répond à un vrai besoin, en particulier de dissociation entre les problématiques, celle du routage d'ordres d'un côté, et celle relative au règlement-livraison de l'autre. La montée en charge a été plus lente que prévu à l'origine. Je rejoins Pierre Slechten dans son analyse. Il y a des raisons qui nous sont externes mais aussi des raisons qui nous sont imputables. Nous n'avons pas pu faire les adaptations aussi rapidement que prévu, nous n'avons pas discuté de ces changements avec nos contreparties et nos clients aussi rapidement que souhaité. Nous sommes aujourd'hui tous disposés à faire cette montée en charge et à utiliser autant que possible cette plate-forme. Il reste cependant à traiter, bien que nous progressions sur ce point, la problématique du risque de défaillance de la plate-forme centrale. Nous menons encore des débats sur la 2ème phase de montée en charge de tous les produits et en particulier sur des fonds particulièrement volatiles compte tenu de leur mode de gestion et de leurs sous-jacents.

En conclusion, nous avons un sentiment tout à fait positif sur cette initiative et sur la volonté de la Place de l'utiliser le plus possible.

Merci à tous. ▶



Conclusion de la conférence

Par **Alain CLOT**,
Président-Directeur Général,
Société Générale Asset Management

J'ai assisté à une séance fort intéressante sur un thème qui structure profondément notre industrie, l'architecture ouverte. Pour ce qui nous concerne, le client interne Société Générale représente aujourd'hui une part très minoritaire de notre collecte. A contrario, 94-95% sont constitués de clients externes. Ceci est le résultat de la révolution que nous avons connue en commun.

Mon premier message est que nous appartenons à la même famille. Nous avons la même histoire, le même ADN car nous sommes presque tous issus de la matrice bancaire. La séparation de corps et non d'esprit a eu lieu en 1995, aussi bien pour répondre à des prescriptions réglementaires que pour constituer un vrai métier avec nos propres clients, de part et d'autre d'ailleurs. Nous nous sommes constitués, au sein de Société Générale, un fonds de commerce distinct qui a profondément changé notre modèle et nous avons accompagné nos clients pour se faire. À la Société Générale, nous avons cependant veillé à rester sous le même toit d'organisation, de la même manière que plusieurs grandes maisons organisées sur le mode du service aux investisseurs. Nous regroupons ainsi, dans le maintien des autonomies et du respect des frontières d'activité, la gestion d'actifs, le service aux investisseurs, le private banking et pour ce qui nous concerne, le courtage en ligne. Notre définition commune est de regrouper tous ceux qui parlent aux investisseurs de manière coordonnée. Nous avons également traversé les mêmes épreuves. Nous sommes passés du marché français au marché européen et au marché mondial pour la plupart d'entre nous. Nous avons suivi la réglementation - le passeport européen a été un moteur puissant.

Le facteur inertie compte beaucoup dans notre industrie. Quitter un centre ou un prestataire, et c'est l'une des composantes de notre business model, est très coûteux et très difficile. C'est l'une des raisons pour lesquelles préempter des Places rapidement lorsqu'on est une Place financière ou un acteur est particulièrement important. Nous avons accompagné nos clients qui s'internationalisent et qui s'europanisent très rapidement.

Nous avons beaucoup investi ensemble, d'ailleurs souvent sous la pression l'un de l'autre. Nous avons créé des plates-formes, nous nous sommes adaptés en même temps aux spécificités transeuropéennes par le passeport, ainsi qu'aux spécificités régionales. Il est vital de penser dans nos deux secteurs que l'investisseur est notre vrai maître d'œuvre. Chaque fois qu'il voudra être local, nous serons local et chaque fois qu'il voudra être global, nous serons global.

Nous avons également connu une grande vague de sophistication de deux ordres : tout d'abord, la sophistication des produits et la révolution culturelle pour nos deux domaines du recours aux techniques de marché de capitaux. La Société Générale en a fait un vrai modèle en soi. Le modèle alternatif au sein de SGAM est un modèle tout à fait autonome et particulier. Le second type de sophistication concerne le développement de nouveaux secteurs : ceux qui se développent le plus à l'heure actuelle sont le private equity et l'immobilier. Le degré d'industrialisation applicable dans ces secteurs est plus limité. C'est aussi un enjeu économique sur lequel nous travaillons de concert.

Nous appartenons enfin à la même famille car nous avons le même objectif, répondre aux exigences de l'investisseur. Pour définir notre client, l'investisseur, nous pouvons dire que nous parlons à quelqu'un - qui lui-même s'adresse à quelqu'un. En effet, derrière les fonds de pensions et caisses de retraite, nous trouvons les pensionnés, derrière les réserves que nous gérons pour les

États, il y a des contribuables. Derrière les réseaux de détail qui nous confient leurs fonds, il y a des particuliers. Nous avons donc un double niveau à convaincre.

Par ailleurs, le produit financier se survit de plus en plus à lui-même d'autant que les defined contributions structurent aujourd'hui notre industrie. Nous sommes confrontés aux déficits croissants des systèmes de retraites par répartition partout dans le monde, aux États-Unis, en Asie comme en France. Ceci est profondément structurant pour notre industrie. Nous avons récemment lancé à la Société Générale un fonds « Cardiologie » car le vieillissement de la population et son enrichissement sont notre moteur commun ! Cela signifie que les investisseurs raisonnent de plus en plus sur des échéances très longues. Ainsi l'indicateur de pérennité - sustainability - devient clé. Ceci restructure l'offre client. Le contrôle qualité est essentiel.

L'asset management européen a évité les grands scandales, pour le moment. Ceci en partie grâce à vous car l'industrie française s'est dissociée en raison de notre culture de double contrôle. Nous avons ainsi veillé à créer un rapport contradictoire au sens positif du terme. Ce surcroît de qualité, gagné en éclatant la chaîne, n'est pas tout à fait étranger au fait que nous avons échappé aux scandales américains qui ont tué certains acteurs et blessé d'autres. J'ai le plaisir de vous dire merci, au nom de la profession que je représente, car nous n'aurions certainement pas acquis cela tous seuls ou en tout cas pas dans de telles proportions.

Nous avons inventé de grandes choses ensemble, comme les OPCVM. Le concept de la mutualisation des risques et des coûts est profondément moderne et il est dans l'intérêt de l'industrie et de l'investisseur. La defined contribution va se traduire par l'émergence encore plus forte des fonds mutuels.

La dématérialisation a aussi été un grand

succès commun dans ce pays.

Nous avons maintenant trois grandes batailles à mener : la bataille de la qualité au regard de l'investissement à toujours plus long terme. Il y a quelques années, la qualité des gérants était liée à leur talent. Aujourd'hui, le talent reste important mais il convient de s'intéresser aussi à leur pérennité. Le moteur de l'industrie hedge Fund (environ 12 à 13 milliards d'actifs en hedge Fund sont aujourd'hui gérés dans le groupe SGAM) est là aussi l'épargne à long terme et notamment les defined contributions. Nous sommes face à des caisses de retraites, des fonds de pension, des acteurs plus traditionnels. Ces acteurs ne veulent pas donner leurs fonds à des sociétés brillantes mais sans chaînes de traitement solides car ils ne sont pas clients à court terme mais ils sont là pour beaucoup plus longtemps. Ce phénomène pousse vers la qualité et la concentration.

En outre, le débat sur les risques opérationnels est lancé. Nous avons découvert de façon conjointe et avec douleur que nous consommons des fonds propres sans le savoir. Ceci est un peu moins grave que dans l'investment banking et le retail car nous en consommons moins. Cependant le risque opérationnel est un sujet commun. Nous en sommes comptables devant l'investisseur.

Par ailleurs, nous adoptons des langages communs, standardisés. Le progrès Swift est majeur.

Nous avons également la bataille de la compétitivité. Il faut être critique au sens industriel du terme. Nous sommes une activité de qualité et de taille critique à la fois. La concentration est en route comme le montre l'annonce récente de la grande fusion américaine. Elle fait émerger un leader mondial des services aux investisseurs mais aussi le 9ème asset manager au monde. Il est très centré sur le passif mais comme tous les acteurs de passif,

Conclusion de la Conférence

il se tourne vers l'actif. Ainsi nous nous retrouvons là aussi sous le même toit avec deux métiers - le vôtre et le mien - dans une position de leader. À la vue de la taille de l'acteur en question, nous savons bien que la concentration européenne et internationale n'en est qu'à ses débuts. J'ajoute que dans mon métier, elle est plus sur le chiffre d'affaires à travers les appels d'offres, à travers la concentration auprès des consultants, qu'à travers le M&A. Vous êtes une composante essentielle du prix de revient final et l'investisseur final raisonne en coûts nets. Cependant, nous devons nous assurer de ne pas tomber dans le travers habituel de la course à la compétitivité, qui est celui de la chute de qualité, de traçabilité.

Nous avons aussi des chantiers communs sur la bataille de la valeur ajoutée des services associés. À titre d'exemple, je travaille avec notre conservateur sur les OPCV. À l'heure actuelle, le passif représente mon développement le plus fort - tous ces produits dans lesquels nous vendons plus une prestation globale avec un reporting associé. Le progrès de reporting est aujourd'hui majeur. Dans notre conception, notre cœur de métier est uniquement constitué de la gestion intellectuelle et du conseil. Tout a vocation à être d'une manière ou d'une autre regroupé dans un mode de processing. Ainsi, mon reporting sera tôt ou tard externalisé, pour ne mentionner qu'un élément de la chaîne de valeur. Ce chantier est un chantier commun avec les services aux investisseurs.

Nous avons donc un travail de lobbying commun à faire. De ce point de vue, l'AFTI est un outil extrêmement précieux tandis que l'AFG travaille étroitement avec les instances symétriques.

Nous avons toutes sortes de chantiers à faire avancer - cités lors de cette conférence. Il est essentiel d'éviter l'ordre dispersé et que la majeure partie de nos positions soient communes. Les membres du comité exécutif de l'AFG et moi-même veillerons à ce que nous ne divergions sur aucun sujet essentiel.

En conclusion, la révolution du métier de la gestion d'actifs au sens large ne fait que commencer. La pression sur les marges s'accroîtra très fortement pour toutes les raisons évoquées précédemment. Une pression accrue sur la transparence va changer profondément notre métier. La taille critique constitue un élément central. J'essaie de développer la devise suivante dans le groupe SGAM : « une âme de boutique dans un corps de multinationale ». Dans nos deux métiers, nous devons en même temps vendre de la qualité, de la traçabilité, du service après-vente, de l'écoute, du sur-mesure, et avoir des chaînes suffisamment longues pour avoir un prix de revient compétitif.

La définie contribution sera une révolution commune aux métiers des services aux investisseurs et l'asset management. Ceci est un chantier lourd, éprouvant mais il est aussi passionnant. C'est un chantier commun et je vous invite donc à le conduire ensemble.

Je vous remercie. ▶



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

Directeur de Publication : **Marcel Roncin**

Rédacteur en chef : **Pascal Thoraval**

Comité de rédaction : **Bruno Douvry, Christine Durand,
Ramy El Houayek, Stanislas Teyssier d'Orfeuill, Anne Vergez.**

Crédit photos : **Philippe Couette**

Réalisation : **Café Noir - LFT**

ISSN : 1262-2109

AFTI
Spécial
Conférence

n°24 - février 2007

**Les supports de présentation
sont disponibles
pour les membres de l'AFTI
sur le site Internet de l'association :**

www.afti.asso.fr