

Spécial Conférence n°35

OPCVM : de l'état des lieux au rebond

Conférence du 9 décembre 2009



En partenariat avec



AFTI
La dynamique du post-marché

Sommaire

p. 2

Introduction

Marcel Roncin

p. 4

Vers une harmonisation européenne du rôle et de la responsabilité des dépositaires : la position des autorités françaises

Patrice Bergé Vincent

p. 10

Position de l'AFTI et des principaux dépositaires européens sur le rôle et les missions du dépositaire dans le cadre des fonds coordonnés (UCITS) et non coordonnés (Alternative investment fund- AIF)

Bruno Prigent

p. 17

État des lieux du dossier Dépositaire au niveau communautaire

Sonia Cattarinussi

p. 21

Point sur les 20 recommandations AFTI/AFG sur la distribution et la circulation des OPCVM en France et en Europe

Pierre Monteillard

p. 24

Table ronde :
Impact de la crise financière sur nos activités - Quelles leçons en tirer?

Karima Lachgar

p. 31

Conclusion

Paul-Henri de La Porte du Theil



Ouverture de la conférence

par **Marcel RONCIN**,
Président de l'AFTI

Bonjour à tous.

Je vous remercie d'avoir répondu présent pour participer à cette dernière conférence de l'année traditionnellement consacrée aux OPCVM.

Cette manifestation est organisée en partenariat avec la Fédération Bancaire Française et l'Association Française de la Gestion Financière.

À l'issue d'un exercice 2009 hors normes sur bien des points, il nous a paru nécessaire :

- ▶ de revenir sur quelques-uns des sujets sur lesquels nous avons travaillé cette année.
- ▶ de consacrer du temps à l'état d'avancement de nos projets en matière d'optimisation des pratiques de Place.
- ▶ enfin de réfléchir aux leçons à tirer des événements pour nos pratiques futures.

Pour être fidèles à cette logique, nous vous présentons un programme en trois temps :

1. Premier temps : Le dépositaire.

Patrice Bergé-Vincent, pour l'Autorité des Marchés Financiers, traitera de l'harmonisation de son rôle et de ses responsabilités.

Bruno Prigent reviendra sur son rôle et ses missions.

Sonia Cattarinussi, pour la Commission européenne, fera un état des lieux de ce dossier au niveau européen.

2. Second temps : La modernisation du processus industriel.

Pierre Monteillard du Cabinet Ailancy fera le point sur l'état d'avancement des recommandations AFTI/AFG de 2004, concernant la distribution et la circularisation des OPCVM en France et en Europe, suite au séminaire commun du 2 décembre dernier.

3. Troisième temps : Le questionnement des experts.

Par ces temps que nous espérons être de sortie de crise :

la table ronde qu'animerait *Karima Lachgar*, Déléguée Générale de l'AFTI.

Paul-Henri de la Porte du Theil, Président de l'AFG, nous fera l'amitié de conclure nos travaux.

Une partie significative de nos travaux sera donc consacrée au **Dépositaire**.

C'est justice, compte tenu du rôle central joué par cet acteur dans l'organisation générale de la gestion d'actifs, et dans la sécurisation de l'ensemble du processus.

Cela étant, nous verrons que cette activité, organisée pour la première fois il y aura bientôt 25 ans, nécessitera encore bien des efforts avant de parvenir à un degré d'harmonisation satisfaisant. Il est vrai que les 15 mois que nous venons de vivre ont mis en évidence un certain nombre de problèmes nouveaux dans ce domaine.



Bruno Prigent reviendra sur l'impact des affaires Lehman et Madoff. Les questions posées à cette occasion devront trouver des réponses, s'agissant notamment, mais pas uniquement, de l'obligation de restitution immédiate des actifs dans le premier cas, et de la nécessaire muraille de Chine entre les différents acteurs qui interviennent dans la chaîne de traitement dans le second cas.

Nous vivons dans un monde dangereux, l'expérience est là pour en attester. Or, nous devons faire en sorte de donner, ou de rendre s'il le faut, confiance aux investisseurs.

Sur un plan plus général, les écarts observés d'un État membre à l'autre dans les responsabilités du Dépositaire ne sont pas de pure forme. Bien au contraire, ils interpellent.

La consultation lancée par la Commission européenne cet été, ainsi que les réponses apportées par les Autorités françaises et les professionnels du post-marché seront développées par les prochains intervenants.

Cette consultation est une opportunité qu'il faut saisir pour faire évoluer les choses dans

l'attente des initiatives que devrait prendre la Commission européenne l'année prochaine. S'agira-t-il d'un aménagement de la directive UCITS IV, ou bien d'un nouveau texte, nous le verrons bien.

J'en retire pour ma part la nécessité d'apporter une **clarification** des fonctions et des responsabilités, et de promouvoir une **harmonisation** par le haut.

L'impact potentiel du projet de Directive AIFM sur le dépositaire sera également abordé cet après-midi.

Pour sa part, l'AFTI apporte son écot au projet global d'harmonisation des pratiques en ayant co-fondé un forum pan-européen des dépositaires qui porte le nom de European Trustee and depositary forum (ETDF) auquel participent aujourd'hui sept pays.

Je laisserai Bruno et Karima y revenir tout à l'heure.

Pierre Monteillard interviendra ensuite sur l'état des lieux des travaux entrepris par la Place

concernant la distribution et la circularisation des OPCVM en Europe. Les maîtres-mots sont là encore clarification et harmonisation, au sens de la nécessaire standardisation des pratiques.

Un certain nombre de choses ont été réalisées, d'autres sont en chantier, ne serait-ce que parce que l'ouvrage n'a pas manqué, ni pour l'AFTI, ni pour l'AFG ces dernières années. Certaines priorités ont été dégagées sur lesquelles nous reviendrons.

Globalement, le chantier est considérable. Sa réalisation passera bien sûr par la mise en œuvre d'un certain nombre d'initiatives. J'en retiens notamment la nécessité d'avancer sur l'automatisation des process, et, en cela, le rapprochement des pratiques avec celles observées sur le marché boursier, toutes proportions gardées, bien entendu.

Enfin, la table ronde sera l'occasion de passer en revue les impacts de la crise financière pour l'industrie du post-marché, et ses différents acteurs. ■



Vers une harmonisation européenne du rôle et de la responsabilité des dépositaires : la position des autorités françaises

par Patrice Bergé Vincent,

Responsable du département Régulation de la gestion d'actifs - Direction de la Régulation et des Affaires Internationales à l'AMF

Merci Monsieur le président,

Je vais essayer d'être à la hauteur de vos attentes et de rendre justice aux dépositaires qui, comme vous le disiez, après 25 ans de bons et loyaux services dans des conditions pas toujours faciles, le méritent bien.

Pour vous présenter les positions des autorités françaises sur la nécessaire, cruciale et urgente harmonisation des dispositions qui encadrent le rôle et la responsabilité des dépositaires en Europe, je voudrais rappeler que le dépositaire est l'acteur au cœur de la protection des investisseurs dans les OPCVM coordonnés en Europe.

Nous savons que de profondes divergences d'interprétation existent entre les différents États membres sur les dispositions de la directive, ces divergences ne posent plus aujourd'hui un problème d'ordre technique mais bien un problème d'ordre politique.

Un consensus se dégage sur la plupart des solutions à apporter, à adopter.

Deux questions (qui ne sont pas mineures) restent encore débattues.

Les autorités françaises font des propositions de voies et de moyens pour mettre en place ces solutions.

Le dépositaire, un acteur majeur de la protection des investisseurs

Le dépositaire a la garde ou conserve les actifs du fonds c'est-à-dire que le gestionnaire ne peut pas toucher à ces actifs sans que le dépositaire le sache ou dans certains cas, sans le consentement du dépositaire. Ce dispositif permet de

protéger des actifs à la fois de la faillite de la société de gestion, ou de malversations de la part d'un gestionnaire indélicat.

Ainsi, en cas de faillite du gestionnaire, un investisseur en OPCVM coordonnés n'a rien à craindre puisque c'est le dépositaire qui conserve les actifs.

Un remplaçant à la société de gestion peut alors être trouvé et reprendre la gestion du fonds soit en mode extinctif c'est-à-dire pour le liquider, soit pour assurer la continuité de sa gestion.

Autre exemple : s'il venait à l'idée du gestionnaire gérant de commettre une fraude ou une malversation, un acte qui ne serait pas tout à fait dans l'intérêt des porteurs de parts du fonds, le dépositaire réagirait.

Par ailleurs, les investisseurs sont aussi protégés du risque de faillite du dépositaire grâce à l'obligation de ségrégation des avoirs. Le dépositaire a l'obligation de ségréguer les actifs qui appartiennent au fonds pour qu'en cas de faillite, ses créanciers puissent identifier ces actifs comme ne lui appartenant pas, comme n'étant pas ses actifs propres.

Ce système permet donc théoriquement aux investisseurs en OPCVM coordonnés de n'être exposés qu'au risque de marché.

Néanmoins, avec l'innovation financière de ces dernières années et l'élargissement des possibilités d'investissement qu'a permis la directive OPCVM III, certains nouveaux risques apparaissent, autres que des risques de marché pour des investisseurs non avertis en OPCVM coordonnés.

Il s'agit notamment des risques de contrepartie pour des OPCVM structurés, et, dans certains cas, des risques de sous-conservation (dans certains marchés émergents et aussi dans des marchés très matures comme au Japon, où une obligation de conservation locale est imposée, c'est-à-dire que les actifs que l'on achète au Japon doivent être conservés au Japon d'où pour un dépositaire européen, une obligation économique ou juridique d'utiliser un sous-conservateur japonais).

La question est alors de savoir ce qui se passe si le sous-conservateur disparaît en cas de faillite ou disparaît frauduleusement avec une partie ou la totalité des actifs qui lui étaient confiés en sous-conservation par délégation.

Des dispositions... améliorables

Les dispositions qui encadrent le rôle et la responsabilité du dépositaire ont été établies en 1985 dans le texte premier de la directive OPCVM.

À l'époque, la procédure Lamfalussy n'était pas en place et les 4 niveaux de législation en Europe n'existaient pas. Les dispositions de la directive OPCVM n'ont jamais été détaillées par des mesures de niveau 2. La directive date de 1985 et les dispositions qui couvrent le rôle, le statut, la responsabilité des dépositaires n'ont jamais été modifiées depuis 1985. Il n'y a donc jamais eu de mesures de niveau 2.

Au moment des débats début 2004 sur la modification de la directive OPCVM III, qui ont abouti 5 ans plus tard à la directive OPCVM IV, qui va bientôt entrer en vigueur, il a été un moment

question de s'interroger sur la nécessité de donner un passeport aux déposataires, pour qu'un déposataire français, par exemple, puisse exercer en libre prestation de services dans les 26 autres États membres.

Finalement cette question n'a pas été poursuivie par la Commission européenne. La directive OPCVM IV ne modifie rien aux dispositions sur le déposataire et nous n'avons toujours pas de mesures d'exécution détaillées.

L'affaire Madoff a mis en exergue des divergences d'interprétation

Tout cela fonctionnait bien malgré quelques zones « grises » ; peu s'en préoccupaient à part les déposataires jusqu'au jour où la fraude Madoff a été découverte. Quelques fonds coordonnés en Europe avaient en effet un déposataire ayant délégué la conservation des actifs de ces fonds à une des entités du groupe Madoff ; ces actifs ont disparu.

Le déposataire avait-il ou non l'obligation de restituer ces actifs ?

Si ces déposataires et ces fonds avaient été situés en France, il est fort probable que la restitution des actifs aurait été exigée ; la décision de la Cour d'Appel du 8 avril 2009 l'a montré.

Madoff a mis en lumière ce problème de divergences d'interprétation puisque, pour deux États membres en particulier, il y a un certain nombre de fonds ayant un déposataire qui, dans les faits, n'a pas été condamné à ce jour à restituer les actifs perdus par Madoff.

Lors de l'éclatement de l'affaire Madoff, dont les conséquences ont été importantes sur la gestion d'actifs en Europe, le CESR a fait un état des lieux et s'est rendu compte de l'existence d'un problème d'interprétation des dispositions sur le déposataire. Cet état des lieux est assez accablant, le résumé va en être publié dans les jours qui viennent.

Ces divergences d'interprétation sont tellement profondes qu'elles remettent en cause l'intégration du marché unique, du marché intérieur des fonds coordonnés en Europe.

Des divergences profondes, quelques exemples

« Les actifs d'un OPCVM coordonné doivent être confiés à un déposataire qui en assure la garde »

Le premier article dans la directive OPCVM qui porte sur ces déposataires est simple à comprendre. Il précise que les actifs d'un OPCVM coordonné doivent être confiés à un déposataire qui en assure la garde. La notion de « qui en assure la garde » pose difficulté, que signifie-t-elle exactement ?

En France nous avons trouvé une solution dans le Code Civil qui donne une définition de la garde de biens pour le compte d'autrui. La garde, en France, signifie assurer la conservation, prendre soin des actifs et les restituer à première demande du propriétaire. Cela est simple, il s'agit d'une obligation immédiate de restitution à première demande du propriétaire à savoir, le fonds d'investissement.

Or, aucune définition de la garde n'apparaît dans la directive.

Aucune mesure de niveau 2 n'est venue expliquer ce que signifiait le terme « garde ». Il y a donc, (vous le verrez quand le mapping qu'a fait le CESR sera publié), une douzaine d'interprétations sur la notion de garde qui vont de la plus stricte comme en France à la plus souple comme dans certains États membres voisins.

« Le déposataire s'assure que la valorisation est effectuée correctement »

Pour l'immense majorité des États membres, cela signifie que le déposataire doit s'assurer que la valorisation est effectuée correctement par le gestionnaire puisque dans une majorité des États membres, c'est le gestionnaire qui est responsable de la valorisation. Dans quelques États membres, le déposataire est responsable d'effectuer lui-même la valorisation.

Cela peut sembler être un détail technique mais si on ne sait pas qui est responsable de la valorisation comment peut-on savoir si la fonction de valorisation peut-être déléguée au déposataire ? La délégation de cette fonction peut poser des conflits d'intérêts mais ceux-ci peuvent être gérés ou prévenus.

« La conservation des actifs peut être déléguée à un tiers »

La lecture des dispositions sur le déposataire dans la directive permet de constater que la conservation des actifs peut-être déléguée à un tiers dans certains cas quand cela est nécessaire économiquement ou obligatoire juridiquement, selon les exemples que je prenais. Pour une dizaine d'États membres dont la France, le déposataire peut déléguer la conservation mais reste responsable. Cela signifie qu'il doit restituer les actifs quoi qu'il arrive, sauf force majeure.

Pour une autre dizaine d'États membres, le déposataire peut déléguer mais il ne sera tenu de restituer les actifs que s'il ne peut pas prouver qu'il a fait les diligences qu'on lui a demandées, qu'il a surveillé sérieusement son sous-conservateur et qu'il ne pouvait pas prévoir que ce dernier allait disparaître avec les actifs. Pour quelques États membres, très peu, une simple notion de surveillance du sous-conservateur suffit à contenter le régulateur. Nous l'avons vu dans un État membre en particulier qui n'a, pour le moment, pas reproché grand-chose à un déposataire qui avait « surveillé » le sous-conservateur qui s'appelait Madoff.

Ces divergences posent un problème politique

Le niveau de protection des investisseurs dans des produits pourtant harmonisés par une directive européenne dépend, de facto, de la nationalité du fonds

Le premier problème politique concerne le niveau de protection des investisseurs, notamment des investisseurs particuliers dans des OPCVM coordonnés.

Un investisseur non averti, lorsqu'il investit dans un fonds coordonné, peut difficilement appréhender que ce fonds soit coordonné par une directive européenne mais que, selon la nationalité du fonds et du déposataire, son niveau de protection ne sera pas tout à fait le même. Si le fonds est français et que le déposataire est français, ce dernier a une obligation de restitution immédiate des actifs quoi qu'il arrive.



Vers une harmonisation européenne du rôle et de la responsabilité des dépositaires : la position des autorités françaises



En revanche si le fonds est enregistré dans un autre État membre, et que le dépositaire est forcément dans ce même État membre, il peut y avoir des cas où une partie de ses actifs pourrait disparaître sans trop qu'il sache pourquoi ni comment. Il est difficile de lui expliquer cela.

Un investisseur non averti peut comprendre ce qu'est un risque de marché. En revanche, il aura du mal à percevoir le risque de sous-conservation, c'est-à-dire que si un des sous-conservateurs dans un pays étranger venait à disparaître avec une partie des actifs, une partie de ces actifs pourrait être perdue du jour au lendemain alors même que le marché dans le pays en question est resté haussier.

Un tel risque devra être expliqué dans le KID qui va remplacer le prospectus simplifié, ou dans le prospectus complet.

Une perte potentielle de confiance dans des produits financiers vendus dans toute l'Europe et au-delà

Le deuxième problème politique que posent ces divergences d'interprétation est celui d'une certaine perte de confiance dans le label OPCVM coordonné. Ce label avait été légèrement questionné au moment de l'entrée en vigueur de la directive OPCVM III notamment à l'international

où certains investisseurs y compris des institutionnels s'inquiétaient de l'élargissement du périmètre des actifs éligibles des OPCVM III. Avec l'affaire Madoff, certains investisseurs en Asie se posent des questions sur le dépositaire. De quoi est-il responsable, quand, comment ? Il existe une certaine inquiétude par rapport à cela. Si l'on veut maintenir ce label que l'on a mis 25 ans à construire où les fonds coordonnés - ces fameux UCITS - en Europe sont devenus les premiers devant les fonds américains et sont les fonds dans lesquels des investisseurs non européens investissent le plus par rapport à d'autres fonds étrangers, il faut que nous donnions une réponse satisfaisante à cette question des dépositaires.

Pour les autorités françaises, une triple réponse est à apporter à toutes ces questions. Il faut plus de clarté sur les dispositions de la directive OPCVM sur les dépositaires. Il existe aujourd'hui pour le dépositaire un risque de sécurité juridique étant donné qu'une douzaine d'interprétations différentes existent en Europe. Il faut surtout plus d'harmonisation pour que les règles ne soient pas différentes en matière de protection des investisseurs d'un pays à l'autre en Europe alors qu'on est censé être sur un marché de produits d'épargne complètement intégré.

Un consensus sur la plupart des solutions à apporter

Tout le monde est d'accord sur l'identification du problème et sur la nécessité de trouver une solution. Que ce soit du côté du régulateur, du législateur, du côté des acteurs, du côté des dépositaires, il y a un certain consensus sur les réponses à apporter.

La Commission européenne a consulté cet été sur la question des dépositaires. Les autorités françaises incluant l'AMF ont répondu à cette consultation pour faire valoir leurs positions.

Il se trouve que l'AMF présidait un groupe technique du CESR qui travaillait sur les dépositaires dans le cadre de l'élaboration des mesures de niveau 2 sur le passeport de la société de gestion dans la directive OPCVM IV (la convention et aux items, aux détails de la convention que le dépositaire et la société de gestion devront signer).

La Commission européenne a publié sa consultation à ce moment-là et le CESR a décidé qu'il devait répondre à cette consultation en tant qu'association des 27 régulateurs européens.

J'insiste, le CESR était dans un processus complètement volontaire. Le CESR aurait pu décider qu'il n'était pas opportun de répondre s'il craignait de ne pas arriver à trouver un consensus sur la plupart des points. Une situation inverse de celle de l'élaboration de mesures de niveau 2

où la Commission saisit le CESR d'un mandat et lui demande de lui donner un avis avant telle date sur tel sujet. Or, bien que le processus fût volontaire, le CESR a réussi à trouver un consensus sur la plupart des questions.

Une définition consensuelle et précise de la notion de garde

D'abord le CESR a réussi à se mettre d'accord sur une définition détaillée de la garde, selon laquelle « la garde est un contrôle général sur les actifs » contrôle au sens anglais du terme c'est-à-dire que le dépositaire doit savoir à tout moment où sont les actifs car il y a des actifs qu'il peut conserver « physiquement » dans des comptes et des actifs qu'il ne peut pas conserver « physiquement » pour lesquels il doit assurer la tenue de position et savoir où ils sont.

Deuxième principe fort : « savoir où sont les actifs à tout moment » signifie que le gestionnaire ne peut transférer ou aliéner ces actifs sans que le dépositaire le sache ou donne son consentement dans certains cas. L'opération physique est faite par le dépositaire sur demande du gestionnaire (dans le respect de la législation et des règles du fonds).

Troisième principe fort, le dépositaire doit ségréguer ses actifs pour les protéger.

Des précisions sur les missions de supervision

Le deuxième sujet sur lequel CESR a réussi à se mettre d'accord est celui de la définition des fonctions de supervision. Là aussi, vous le verrez lorsque le CESR publiera le mapping ; des divergences d'interprétation existent. Le CESR est arrivé à se mettre d'accord sur une clarification des fonctions de supervision. Il s'agit d'un consensus, pas d'une unanimité mais le CESR pourrait, si la Commission lui demandait un avis pour élaborer des mesures de niveau 2, donner des définitions consensuelles de toutes les fonctions de supervision.

La détermination claire des fonctions qui peuvent être déléguées

Il apparaît tellement évident pour tout le monde que seules les fonctions de conservation peu-

vent être déléguées et non pas les fonctions de supervision que la directive mentionne que certaines fonctions peuvent être déléguées sans préciser que ce ne sont que les fonctions de conservation. Certains États peuvent donc en faire l'interprétation que même les fonctions de supervision peuvent être déléguées, ne voyant pas pourquoi on ne pourrait pas déléguer la supervision. Selon le CESR, il serait peut-être nécessaire de préciser au niveau 1, que seules les fonctions de conservation des actifs peuvent être déléguées.

Un régime détaillé d'encadrement des diligences à effectuer pour sélectionner et surveiller en continu les sous-conservateurs

Le quatrième sujet sur lequel le CESR pourrait trouver un consensus est celui de l'encadrement de la délégation des fonctions de conservation. Une quasi-unanimité existe sur ce point.

Le texte initial de la directive AIFM énonce (c'est toujours le texte qui est en discussion), que le dépositaire ne peut déléguer qu'à un autre dépositaire lui-même européen.

Le CESR a trouvé un consensus sur le fait que le dépositaire peut déléguer la conservation à un tiers. Cela doit être encadré en imposant des diligences sur des critères que le sous-conservateur doit respecter en permanence (le sous-conservateur doit être soumis à la supervision d'une autorité publique dans son pays, doit avoir des capitaux propres et une organisation suffisante pour permettre d'assurer les tâches qui lui sont confiées, les ressources et les compétences pour lui permettre d'assurer la conservation des actifs selon les risques que cette conservation représente, etc.).

Des obligations claires et précises en matière d'organisation, de prévention et de gestion des conflits d'intérêts et de fonds propres

Un consensus a également été trouvé sur les obligations qui devraient peser sur le dépositaire en matière d'organisation, de prévention, de gestion de conflit d'intérêt, toutes les règles organisationnelles auxquelles devaient être soumis les dépositaires et les règles de fonds propres.

Une liste exhaustive des entités éligibles à la fonction de dépositaire

Le CESR s'est mis d'accord sur la liste des entités qui pourraient être éligibles à la fonction de dépositaire. Il s'agit des établissements de crédit et des entreprises d'investissement avec des conditions de fonds propres et de règles organisationnelles à préciser.

Une obligation harmonisée d'approbation par le régulateur

Enfin un consensus a émergé sur le fait qu'il devrait y avoir une obligation d'approbation par le régulateur c'est-à-dire qu'un dépositaire, par exemple un établissement de crédit qui veut être dépositaire, doit solliciter du régulateur l'autorisation d'être dépositaire.

Deux questions restent encore débattues

La responsabilité du dépositaire en cas de délégation de la conservation à un tiers

Certains États membres, dont la France, penchent pour une obligation de restitution quoi qu'il arrive. D'autres considèrent que la responsabilité du dépositaire pourrait être atténuée s'il prouve qu'il a correctement effectué ses diligences. La position des autorités françaises, celle que nous avons donnée dans notre réponse à la consultation, est qu'il devrait y avoir une responsabilité stricte du dépositaire pour que le régime de responsabilité soit protecteur des investisseurs particuliers. Toutefois, le plus important pour nous, en tant que régulateur, est qu'il y ait un socle commun harmonisé qui soit imposé au dépositaire en Europe. La question centrale n'est pas tant le niveau de responsabilité du dépositaire, le problème est que ce niveau est différent d'un État membre à l'autre.

Le projet de directive AIFM imposerait aux gestionnaires de fonds alternatifs de recourir aux services d'un dépositaire

Enfin, nous constatons que le projet de directive AIFM sur les gestionnaires de fonds alternatifs imposerait à ses gestionnaires de recourir aux



Vers une harmonisation européenne du rôle et de la responsabilité des dépositaires : la position des autorités françaises

services d'un dépositaire. Les autorités françaises, l'AMF, s'interrogent sur le point de savoir si le cadre des dépositaires d'OPCVM coordonnés serait transférable tel quel à la gestion alternative. Il semble que non car la gestion alternative a besoin de davantage de flexibilité notamment liée à la question du prime brokerage. Le prime broker doit pouvoir récupérer les actifs et les réutiliser c'est-à-dire qu'il doit pouvoir devenir propriétaire des actifs pendant un temps, ce qui pose des problèmes particuliers. Les investisseurs dans la gestion alternative sont en principe capables et ont les moyens de comprendre le risque de dépositaire. Nous pourrions dès lors imaginer un système dans lequel l'investisseur réalise les diligences afin de déterminer les risques que représente le fonds en fonction du niveau de responsabilité pesant sur le dépositaire.

Les voies et moyens

La Commission européenne envisage une modification de la directive OPCVM IV ou une nouvelle législation transversale sur les dépositaires, c'est-à-dire un nouveau chantier législatif ouvert pendant des mois ou des années.

La Commission européenne envisage une modification de la directive OPCVM IV ou une nouvelle législation transversale, l'idée étant de sortir toutes les dispositions sur le dépositaire de la directive OPCVM et du projet AIFM pour les placer dans une directive transversale. Dans les deux cas, les discussions pourraient durer des années avant que la solution soit mise en place.

Les autorités françaises font une proposition pragmatique

Les autorités françaises font une proposition davantage pragmatique consistant à utiliser le projet de directive AIFM qui est en cours de discussion - donc un véhicule législatif européen ouvert - pour modifier la directive OPCVM IV. Donc des dispositions en matière de dépositaires dans la directive AIFM avec une partie modifiant toutes les dispositions de la directive OPCVM IV et une partie qui s'appliquerait aux

fonds alternatifs. Cela est faisable et permettrait d'apporter des réponses rapides.

Les suggestions d'amendements au projet de directive AIFM sur des dispositions qui s'appliqueraient (de façon proportionnée) aux dépositaires d'OPCVM coordonnés et à ceux de fonds alternatifs sont largement reprises

Dans ce cadre-là, les autorités françaises ont fait des suggestions d'amendement au texte du projet de directive AIFM qui ont été reprises par le Conseil européen en grande partie par la présidence suédoise, notamment sur l'article 17 portant sur les dépositaires aujourd'hui.

Au Parlement européen, les autorités françaises ont discuté avec le rapporteur et député européen d'origine française M. Gauzès qui a repris une partie de nos suggestions sur les dépositaires. Il est, en effet, aussi coordinateur de son groupe politique en Europe et doit alors faire des compromis avec d'autres membres de son parti pour que ses amendements soient adoptés.

Néanmoins, un rappel pressant : il est nécessaire, important, crucial, capital de prévoir des mesures de niveau 2

Notre inquiétude concerne l'absence de mesures de niveau 2 dans le rapport Gauzès et dans le projet de la présidence suédoise. Or, le principal problème est l'absence de mesures détaillées et harmonisées dans cette directive. Dans un contexte obligatoire de suggestions de mesures de niveau 2 à la Commission européenne, le CESR arrivera certainement à un consensus. Certaines des réponses pourront déplaire mais elles auront le mérite d'être à la fois claires et harmonisées. Si je peux résumer avec un trait d'humour ce dont nous avons besoin en matière de dispositions sur les dépositaires en Europe c'est : plus d'harmonisation, plus d'harmonisation et plus d'harmonisation.

Deux points très prometteurs pour l'avenir

Un espoir pour l'avenir avec deux points prometteurs. En premier lieu, l'immense travail de

fédération qu'a fait l'AFTI comme le disait le président Marcel Roncin tout à l'heure avec la fondation du European Trustee and Depository Forum. Il est tout à fait clair que vous serez mieux écoutés et entendus auprès des institutions européennes en tant que fédération européenne. Je ne peux que vous inviter à poursuivre ce mouvement et à vous fédérer en Europe, y compris avec des associations nationales qui ont des vues et des visions différentes de celles de l'AFTI.

Enfin dernier élément prometteur : le futur commissaire au marché intérieur et aux services est français.

Merci de votre attention.

Questions de la salle



Nadine Rigutto : *Vous avez mentionné que le CESR a pris une position concernant la garde des actifs et la surveillance de tous les actifs. Comment peut-on procéder lorsque l'on vire des sommes en collatéral chez des tiers ? Je pense que le mécanisme ne fonctionne pas et là nous n'avons plus aucune surveillance. Le gestionnaire en a la disposition auprès de la personne auprès de laquelle il les a mis en collatéral.*



Laurence Caron : *En complément de la question de Nadine Rigutto, j'ai une question un*

peu similaire sur les parts de fonds. Vous avez évoqué le cas de la délégation avec sous-conservateur et vous avez insisté sur le fait qu'il serait bon que ces sous-conservateurs soient des acteurs régulés avec un minimum de règles. Qu'en est-il sur les parts de fonds où a priori le registrar n'est pas toujours en phase avec cette contrainte de réglementation ?



Patrice Bergé Vincent : Je n'ai pas la réponse technique à la question de Nadine Rigutto mais j'ai la réponse politique. Il faut de l'harmonisation et l'on doit trouver une solution à cette question qui soit appliquée dans les 27 États membres de la même façon. La réponse technique ne sera jamais totalement satisfaisante mais s'il y a une harmonisation non susceptible d'interprétations divergentes, la majeure partie du problème sera résolue. La question de Nadine Rigutto porte sur un sujet technique complexe mais la réponse politique est qu'il faut que nous trouvions une solution. Je fais confiance au CESR en concertation avec l'industrie, avec vous, pour trouver une réponse. Mais dans un premier temps, posons-lui la question. Il nous faut lui dire que nous lui confions un mandat pour un avis sur des mesures de niveau 2 afin de trouver une réponse à cette question.

Nadine Rigutto : *Ma crainte est que nous n'avons pas fait aujourd'hui le tour de ces types de cas qui sont en fait de la gestion au quotidien et qui nous empêcheront de savoir à tout moment où sont les actifs. C'est la définition que vous donnez de la garde en tant que telle qui m'inquiète, il ne faudrait pas qu'elle apparaisse dans un texte, elle va restreindre la gestion, et là c'est plutôt pour les gestionnaires car nous, nous aurons des moyens, nous allons certainement*

prendre des positions pour assurer un certain nombre de garanties, être certains que les titres soient encore dans nos livres avec des nantissements. Nous trouverons peut-être des solutions opérationnelles mais cela restreindra de toute façon la capacité des gestionnaires à faire certaines opérations.

Patrice Bergé Vincent : Je crains de ne pas être d'accord. La définition de la garde comporte trois éléments : la conservation des actifs qui peuvent être conservés et le contrôle au sens anglais c'est-à-dire savoir où sont les actifs qui ne peuvent pas être conservés et là dans le cas que vous mentionnez, ce sont des actifs qui, me semble-t-il, ne peuvent pas être conservés pour des raisons juridiques par le dépositaire. Donc, dans ce cas, nous lui demanderons de savoir où sont les actifs et de s'assurer que le gestionnaire en dispose en respectant les règles du fonds, de la législation.

Sur le registrar, la réponse est que le sous-conservateur doit être soumis, non pas à une régulation mais à une supervision d'une autorité publique ou à des règles équivalentes. Il y aura bien quelques États membres pour faire ajouter des règles équivalentes ou des règles considérées comme telles qui feront qu'un registrar pourra être un sous-conservateur.



Pierre Yves Berthon : *Vous comptez définir la notion de restitution idéalement ? Au cas par cas ?*

Vous n'en avez pas parlé ; est-ce inscrit dans les travaux sous-jacents ?

Patrice Bergé Vincent : Il me semble que c'est nécessaire. Concernant l'obligation de restitution, je crois qu'il y a deux choses : la portée de l'obligation de restitution à définir et le timing. À quel moment le dépositaire doit-il restituer

dès lors que tout le monde est d'accord sur le fait qu'il doit restituer ? Il me semble que si l'on avait des règles claires, harmonisées, le dépositaire serait soumis à une obligation générale de respecter les obligations qui lui incombent. Quand il n'a pas respecté ces obligations, il est responsable, ce qui signifie que si les actifs ont été perdus, il doit les restituer.

Ensuite sur le point de savoir quand doit-il restituer, nous avons eu ce débat avec Bruno Prigent. Il y a deux écoles :

- ▶ Celle qui pense qu'il faut protéger les investisseurs. Un investisseur ne comprendrait pas qu'on lui dise que les actifs ne sont pas perdus car le dépositaire est condamné à les lui rembourser mais... dans 10 ans. Pour un investisseur grand public, c'est équivalent à la perte définitive des actifs ;
- ▶ L'autre est celle qui estime que l'obligation de restitution est immédiate, ce qui aboutit à faire du dépositaire un porteur de risques de marché.

Je ne sais pas où il faut mettre le curseur mais il est nécessaire de le mettre à un endroit harmonisé. Il faut que tout le monde applique la même règle. ■



Position de l'AFTI et des principaux dépositaires européens sur le rôle et les missions du dépositaire dans le cadre des fonds coordonnés (UCITS) et non coordonnés (Alternative investment fund- AIF)

par Bruno Prigent,

Vice-président de l'AFTI, Directeur Délégué du métier Titres - Société Générale

La première SICAV a été créée en 1964 et nous avons depuis traversé 40 années sans problème significatif. Puis est arrivée cette crise majeure que certains comparent à celle de 1929 et qui a fait émerger un certain nombre de points.

J'ai un regret important à titre personnel mais aussi au niveau de l'AFTI car nous avons détecté un certain nombre de problématiques bien avant la crise mais qui ont toujours été considérées comme des cas d'école.

Aujourd'hui ce ne sont plus des cas d'école mais des cas avérés; ceci est une première leçon de tout ce que nous avons vécu. Nous ne pouvons repousser un problème simplement parce que la probabilité qu'il survienne est extrêmement faible.

Dès lors qu'un problème est soulevé, il faut le traiter et le résoudre de telle sorte que l'ensemble des acteurs connaissent les responsabilités qui sont les leurs.

Patrice Bergé Vincent le rappelait tout à l'heure « il y a des obligations que le dépositaire doit respecter ». Je serai tenté de dire: « il y a des obligations pour chaque acteur et chaque acteur doit respecter toutes ses obligations ». Nous sommes aujourd'hui dans une logique consistant à considérer qu'il existe « des moyens » au niveau du dépositaire et l'on se retourne vers lui parce qu'il a des capitaux propres; cette considération a ses limites.

En tant qu'AFTI, nous réagissons aujourd'hui assez vivement et nous sommes partie prenante dans les consultations et la fédération de l'ETDF car nous voulons nous faire entendre.

Notre représentativité en Europe n'est pas suffisante. À titre d'illustration, les premiers acteurs de la place de Paris représentent 25 % de part de marché en Europe. Lors du dernier Open Hearing sur la fonction dépositaire, ce sont les Anglo-Saxons qui ont été entendus et non les Européens (et encore moins les Français!).

Nous devons pouvoir nous faire entendre et respecter comme un acteur non pas Français, mais Européen; c'est quelque chose de vital pour nous: notre marché domestique c'est l'Europe. Nous avons tous des implantations en Europe et aujourd'hui nous sommes toujours écoutés comme acteurs Français et non pas Européens.

1. Rappel d'événements majeurs affectant le dépositaire

Je souhaite revenir sur deux événements majeurs et entrer dans le détail de ce que l'on a pu constater. Les affaires Lehman et Madoff ont ébranlé le milieu de l'asset management et plus particulièrement celui des dépositaires:

- ▶ Lehman: une responsabilité sur la sous-conservation
- ▶ Madoff: une responsabilité en cas de délégation.

Concernant la notion de délégation, nous n'avons pas nécessairement la même traduction. La garde est simplement la traduction de « safe keeping ». Nous avons considéré que « safe keeping » se traduisait par garde certainement en raison du fait que « keep signifie garder » et « safe signifie sécuriser ». Est-ce que pour autant « safe keeping » signifie

réellement garde? D'autres acteurs considèrent que c'est de la supervision.

Nous constatons à ce stade un énorme fossé dès l'instant où nous traduisons et adaptons une directive qui est en anglais en langue locale. Je considère que lorsque vous appointez un réseau de sous-dépositaires ce n'est pas de la délégation.

Il n'y a pas un acteur au monde qui couvre l'ensemble des pays de la planète.

Par nature, ils appointent un sous-conservateur donc le fait de dire qu'il peut déléguer semble évident. C'est pour cela que ça n'est pas, à mon sens, de la délégation. En revanche, le fait de dire « je suis un acteur titre qui exerce ce métier et je vais transférer une partie de mes activités de conservation à un tiers », ça, c'est de la délégation. Appointer un réseau de sous-dépositaires n'est pas, à mon sens, de la délégation.

Il s'agit d'une notion très importante. C'est la raison pour laquelle nous considérons que dans le cas de Lehman, nous avons effectivement au départ de la sous-conservation; nous verrons par la suite que ça n'est pas tout à fait le cas. Dans le cas de Madoff, il y a effectivement eu une délégation puisque le dépositaire au Luxembourg a délégué l'intégralité de la conservation à un tiers.

Le cas Lehman

Le cadre: un contrat de prime brokerage

Il faut garder à l'esprit que nous avons été affectés en France uniquement sur ce que nous

appelons le « prime brokerage à la française ». Nous avons travaillé pendant des mois voire des années avec la COB à l'époque sur le « prime brokerage à la française » pour définir le montage qui nous paraissait le plus approprié afin que la place de Paris ne soit pas en retard sur ce sujet.

Nous nous sommes heurtés pendant très longtemps à la problématique de la conservation puisque le principe de base du prime broker est de faire en sorte de disposer de tous les actifs afin d'en avoir une gestion active. Nous avons constaté que, techniquement, le fait de passer par un dépositaire ayant les actifs va ensuite permettre au prime broker de faire les opérations qu'il souhaite.

Ceci était impossible en termes de circuit et le meilleur moyen était de faire en sorte que les actifs soient ouverts directement dans les livres du prime broker et par conséquent sans aucun miroir dans les livres du dépositaire. Cela signifie, dans un schéma de cette nature, que c'est le fonds qui va ouvrir son compte directement chez le prime broker et en aucun cas le dépositaire qui va ouvrir ses comptes chez le prime broker. Il n'y a donc strictement rien dans les livres du dépositaire.

Nous avons mis en place le schéma validé avec les autorités de tutelle au niveau du dépositaire avec les différents prime brokers qui ont proposé ces services en France.

Le fait générateur : la faillite du groupe Lehman

Est arrivée la faillite du groupe Lehman qui était l'un des prime brokers. Deux dépositaires de la place avaient des fonds avec Lehman comme prime broker. Très rapidement la société de gestion s'est tournée vers l'AMF qui a convoqué les dépositaires. Une partie de « bras de fer » s'en est suivie, dont vous connaissez l'issue : les 2 dépositaires ont perdu en Cour d'Appel le 8 avril 2009. Un pourvoi en cassation a été formulé qui devrait être examiné au cours du premier semestre de l'année prochaine.

Les conclusions :

Quels sont les points sur lesquels nous ne sommes pas fondamentalement d'accord ?

1. L'obligation de restitution est maintenue

Le premier point concerne l'obligation de restitution immédiate. Nous n'avons pas vu de textes qui mentionnent spécifiquement que cette obligation de restitution est immédiate ; je vous invite à regarder le délibéré de la Cour d'Appel. Vous verrez qu'il s'agit de dispositions d'ordre public.

Ceci est extrêmement dangereux pour nous car une autre disposition d'ordre public peut être prise demain et nous faire porter de nouvelles responsabilités.

Or, il est indispensable que nous ayons des responsabilités claires ne donnant pas lieu à des interprétations ou à des ajouts.

Dans ces conditions, notre obligation ne peut être immédiate parce que cela ne repose pas sur de véritables fondements.

2. Que doit-on restituer ?

Nous devons pouvoir restituer ce qui nous a été confié, ce qui est dans nos livres.

En l'occurrence, nous n'avons rien dans nos livres puisque tout est chez le prime broker. En tant que dépositaire pouvons-nous restituer des actifs qui ne sont pas inscrits dans nos livres ?

L'AMF s'est fondée sur l'existence d'un contrat de délégation ; Le dépositaire a effectivement signé un contrat avec le prime broker et la société de gestion selon lequel les actifs étaient ouverts dans les livres du prime broker pour faciliter la gestion.

Cette lecture s'est évidemment retournée contre le dépositaire qui n'a pas été en mesure de restituer des actifs qui n'étaient pas dans ses livres pour les raisons que nous venons d'évoquer.

Qu'a-t-il été restitué ? Les deux dépositaires ont finalement pris le contrat de prime brokerage - contrat de droit anglais - et ont regardé ce que le prime broker allait théoriquement restituer. Compte tenu des mécanismes de mise en garantie d'actifs, réutilisés pour des pré-emprunts, les dépositaires sont arrivés à un montant de l'ordre de 20 à 30 % des actifs. 25 à 30 % des actifs ont été restitués.

Il a été opposé que l'interprétation du contrat de droit anglais n'était pas la bonne et que les dépositaires devaient restituer l'ensemble des

actifs y compris les éventuels dépassements sur la partie de « re-use ».

Le prime broker était allé au-delà sur quelques OPCVM et la faute a donc été imputée aux dépositaires car ceux-ci devaient semble-t-il contrôler les ratios mais aussi le cash qui était chez le prime broker... Tout y est passé et comme par miracle nous sommes arrivés à 100 % de l'actif, qui ont été restitués par les dépositaires.

Les dépositaires ont également été contraints de se battre puisque dans le délibéré de la Cour d'appel, ils n'avaient même pas le transfert de la créance du fonds vers le dépositaire car c'est le dépositaire qui payait. Il fallait payer la créance pour pouvoir se retourner vers Lehman et ainsi récupérer au moins les 25/30 % des actifs précédemment évoqués.

Plusieurs questions se posent dans un cas de figure de cette nature : A quel moment restitue-t-on ? Que restitue-t-on ? Nous considérons qu'il faut respecter les contrats de droit commercial et en l'occurrence, nous estimons au regard des délibérés de la Cour d'appel que deux méthodes étaient envisageables : la méthode AMF et la méthode des dépositaires. C'est la méthode AMF qui a été retenue sans pour autant expliquer en quoi elle était meilleure que celle des dépositaires. Par ailleurs, les contrats ont été regardés par des lawyers anglais et ceux-ci sont arrivés au même résultat que les dépositaires.

Le cas Madoff

Madoff est un tout autre cas. Le groupe UBS a décidé de confier la gestion de son fonds auprès d'un établissement qui s'appelait Madoff.

Madoff a exigé, pour pouvoir gérer correctement les actifs, que ceux-ci soient également conservés auprès d'une autre entité du groupe Madoff. Le dépositaire a donc délégué l'intégralité de la conservation à Madoff. Nous avons par la suite découvert qu'il y avait une fraude chez le sous-conservateur au niveau de Madoff.

Compte tenu de ce qui se passe sur le marché Français avec Lehman, nous nous sommes intéressés sur le point de savoir comment le marché Luxembourgeois allait réagir. Nous constatons



Position de l'AFTI et des principaux dépositaires européens sur le rôle et les missions du dépositaire dans le cadre des fonds coordonnés (UCITS) et non coordonnés (Alternative investment fund- AIF)

que la responsabilité du dépositaire y est très différente.

Le terme de garde existe aussi au niveau du Luxembourg qui a adopté le Code Civil Napoléonien. Dans cette affaire, le terme de garde s'applique complètement et pour autant aujourd'hui les actifs ne sont pas restitués.

L'affaire Madoff représente au Luxembourg un peu plus d'un milliard d'euros; l'affaire Lehman, c'était quelques dizaines de millions d'euros. Si l'effet avait été inverse, je ne sais pas ce qui se serait passé. Les autorités publiques auraient-elles pu maintenir une interprétation aussi littérale du droit?

Le Luxembourg aurait-il eu la même attitude? Le constat est qu'aujourd'hui, en France, la restitution immédiate s'est appliquée. Au Luxembourg où il y a une obligation de garde, celle-ci ne semble pas pour l'instant avoir été appliquée.

L'autre point important pour nous est que Lehman aujourd'hui n'a encore rien restitué au niveau mondial. La France est le seul pays à avoir restitué des avoirs de Lehman. Ce n'est pas neutre non plus.

Nous parlons, certes, de montants relativement limités mais si cela se reproduit demain, une jurisprudence existe et cela pourrait aller très loin. C'est la raison pour laquelle, aujourd'hui, en tant que dépositaires nous sommes inquiets et nous souhaitons que ces travaux débouchent rapidement.

Les affaires Lehman et Madoff ont engendré la prise de conscience, par les autorités de tutelle et les acteurs, qu'il existe aujourd'hui des risques sur ces métiers avec des niveaux extrêmement différents d'un pays à l'autre. Il est donc nécessaire de revoir la protection des porteurs et le niveau de risque acceptable tant pour le porteur que pour les acteurs.

2. Les points saillants que nous avons traités au niveau de la réponse de la Commission européenne.

Objectifs de nos travaux

Le premier point était d'insister sur le maintien d'un haut niveau de protection de l'investisseur, afin de restaurer une certaine confiance. Il faut mettre en place une très bonne protection par rapport au porteur sans pour autant faire du dépositaire un garant « universel ».

Les deux fonctions du métier de dépositaire doivent être maintenues - à savoir les aspects de conservation et les aspects de contrôle - et harmonisées à haut niveau.

Si l'on fait porter des risques trop élevés, les acteurs continueront-ils de proposer ces services ou considéreront-ils que les risques sont tellement disproportionnés qu'ils ne peuvent pas les couvrir?

Selon moi, un bon risque est un risque qui peut être maîtrisé, un mauvais risque est impossible à maîtriser car vous n'en connaissez pas l'ampleur en tant que telle. En revanche, si vous êtes capable d'affirmer « ce risque-là je suis capable de savoir quels sont exactement ses contours et comment je m'organise pour le maîtriser », vous pouvez prendre le risque. À l'inverse si vous dites « j'ai un risque dont je ne distingue pas très bien le contour », vous êtes incapable de maîtriser ce risque, et ce n'est pas un bon risque.

Nous considérons que l'harmonisation ne doit pas uniquement se traduire par une supervision de la conservation. Il ne s'agit pas non plus de dire que l'on tire un trait sur tout et que l'on n'aura plus aucun risque par la suite. Le métier de conservateur nécessite la prise de risques, nous sommes prêts à les prendre mais nous ne sommes pas prêts à prendre n'importe quel risque. Nous considérons que la définition du métier de dépositaire doit être la même quel que soit le type d'OPCVM. Nous pouvons ensuite l'amender, l'adapter en fonction de la nature de l'OPC mais les fondamentaux doivent être là.

Les principaux points

1. Qui peut être dépositaire ?

Comme indiqué dans la directive, le dépositaire doit être unique; il s'agit d'un élément important ayant fait ses preuves et qui n'est pas remis en cause.

En revanche le dépositaire peut déléguer tout ou partie de ses activités: le dépositaire doit pouvoir déléguer la conservation mais ne peut-il pas également déléguer le contrôle dépositaire? La délégation de la conservation est admise, la délégation de la fonction de contrôle devrait pouvoir être acceptée sans pour autant amoindrir le rôle du dépositaire.

Une délégation ne signifie pas pour autant l'absence de responsabilité, la responsabilité peut en effet être maintenue tout en déléguant la fonction.

C'est un débat qui doit être ouvert et adressé.

Le dépositaire doit être domicilié dans le pays d'origine de l'OPC. Ce point ne fait pas débat mais compte tenu des travaux engagés, nous souhaitons, à terme, avoir un passeport au niveau du dépositaire puisqu'aujourd'hui nous avons une obligation d'être présent dans chacun des pays.

Les sociétés de gestion ont obtenu le passeport afin de réduire leurs coûts. Il est évident qu'un passeport dépositaire aurait un impact significatif sur les coûts de l'industrie des métiers titres et il serait bon d'y arriver rapidement.

Concernant la nature de l'entité, nous considérons au niveau de l'AFTI que ce doit être un établissement de crédit européen.

L'ETDF considère qu'il peut évidemment s'agir d'un établissement de crédit mais que cela peut aussi être une entité également soumise à des contraintes de capital et de fonds propres équivalents à un établissement de crédit.

La présidence suédoise a émis des propositions selon lesquelles la mission de conservation des instruments financiers ne peut être confiée qu'à un établissement de crédit ou à une entité soumise à la régulation et au contrôle et qui peut fournir des garanties financières et de compétences. En revanche, pour les actifs détenus en



tenue de position, toute autre personne visée par des dispositions légales ou réglementaires voire un code de bonne conduite peut être habilitée.

Cela voudrait dire que pour un OPCVM qui n'a que de la tenue de position - un FCPR par exemple - cela pourrait être un avocat.

À l'heure actuelle, nous ne sommes pas très favorables à cette proposition. Nous pensons qu'il faut effectivement avoir une forte solidité et appliquer les mêmes contraintes de capital et de fonds propres voire même aller jusqu'à la proposition de l'AFTI, c'est-à-dire un établissement de crédit.

2. La définition de la conservation : 3 sous-fonctions selon la nature des actifs

Une approche plus pédagogique serait nécessaire afin d'essayer d'expliquer pourquoi nous ne pouvons pas avoir la même responsabilité quelle que soit la nature de l'actif dans un OPC. Nous avons proposé un découpage en trois catégories :

La tenue de compte conservation (« custody »)

La première consiste à considérer que l'on peut assurer une fonction de tenue de compte conservation sur un certain nombre d'actifs.

Ces actifs sont des actifs de base, ce sont des actions, des obligations ainsi que des OPC inscrits auprès d'un CSD. J'insiste bien là-dessus. Ensuite, il apparaît nécessaire de déterminer les missions qui seraient confiées au dépositaire, à savoir : la tenue de compte, la ségrégation et puis bien évidemment la réalisation des due diligences que l'on souhaite harmoniser.

Patrice Bergé Vincent évoquait précédemment ces critères, je pense qu'il est souhaitable d'harmoniser ce qu'est une due diligence sur un sous-conservateur.

La tenue de position (« control of position and ownership »)

Nous avons travaillé avec l'AMF sur cette deuxième catégorie puisque dans le règlement de l'AMF figure désormais la notion de tenue de position.

La tenue de position concerne tous les autres instruments financiers non évoqués précédemment à savoir les contrats OTC, les produits dérivés, les OPC inscrits auprès d'un Transfert Agent (TA).

J'entendais tout à l'heure que 99,9 % des titres sont dématérialisés en France, je souhaite préciser que ça n'est pas le cas en Europe ni dans le monde. Au Luxembourg les titres sont encore matérialisés. En Belgique, à ma

connaissance, c'est encore matérialisé et je ne parle pas des pays situés en dehors des frontières européennes. Aujourd'hui la notion de titre matérialisé est un véritable problème ; la fonction de tenue de compte conservation n'est pas envisageable lorsque les actifs sont encore matérialisés.

De même pour le nominatif, certains titres sont encore au nominatif pur même en France et figurent dans le registre de l'émetteur. Dès lors que vous devez restituer, vous ne pouvez restituer que ce qui est dans vos livres et non ce qui est inscrit dans les livres d'un tiers.

Ceci est de la tenue de position avec une obligation de gérer un stock à partir de l'information récupérée des gérants. Toutes ces informations sont à concilier avec ce que l'on peut trouver du côté du valorisateur mais ça n'est qu'une tenue de position.

La tenue de compte espèces

Cela concerne tout ce qui a trait au cash, et là aussi nous trouvons différents types de tenue de comptes. Il existe du cash multi devises avec deux types de cash à savoir le cash déposé auprès du dépositaire et éventuellement le gérant qui a décidé d'aller placer son cash auprès d'une contrepartie parce que les conditions sont intéressantes en terme de rémunération. Ce cash-là échappe aux livres du



Position de l'AFTI et des principaux dépositaires européens sur le rôle et les missions du dépositaire dans le cadre des fonds coordonnés (UCITS) et non coordonnés (Alternative investment fund- AIF)

dépositaire et a une nature tout à fait différente. Là encore, le dépositaire ne peut pas se voir imposer de restituer le cash et ses contreparties. C'est un risque de contrepartie pour le fonds et le dépositaire n'a pas à se substituer à un risque de contrepartie.

Concernant la garantie au niveau des OPCVM, certes les actifs sont ségrégués au niveau des titres mais pas au niveau du cash. Aucune garantie n'existe aujourd'hui au niveau du cash.

3. Quelle restitution ?

La position de l'AFTI

En termes de restitution nous avons une position qui n'est pas maximaliste. Au niveau de l'AFTI nous avons fait un énorme effort mais certaines limites demeurent. Nous voulons bien prendre l'obligation de restituer les actifs qui sont auprès d'un CSD mais il faut avoir conscience qu'un CSD utilise également des sous-conservateurs ; un mécanisme de chaîne existe pour ces sous-conservateurs qui peuvent donc également tomber.

Or, les CSD aujourd'hui ne garantissent pas la défaillance d'un de leurs sous-conservateurs. Là encore si l'on donne la garantie par rapport au CSD et que le CSD n'est pas capable de donner la garantie par rapport aux sous-conservateurs locaux, le dépositaire prend un risque qu'il n'est pas en mesure de maîtriser complètement. Néanmoins, le CSD a un rôle notarial très encadré ; si demain il arrivait quoique ce soit, les pouvoirs publics interviendraient certainement pour solutionner ce problème mais nous n'en avons pas la certitude.

Sur le périmètre des actifs hors CSD nous souhaitons que soit retenue une obligation de moyens en prouvant que nous avons bien fait notre travail, que nous avons choisi notre sous-conservateur correctement mais nous ne pouvons pas garantir une restitution à tout moment des actifs dont nous disposons.

La ségrégation ne fonctionne pas dans tous les pays du monde. Dans le cadre de notre exercice d'ouverture des comptes nous demandons que les actifs soient ségrégués. Dans certains pays néanmoins la ségrégation compte propre / compte de tiers n'est pas effective. Même si

nous faisons tous les efforts nécessaires et que nous prenons toutes les dispositions afin d'avoir une ségrégation, si demain ce tiers fait faillite, le tout « tombe dans la marmite » avec le cash.

Oui nous avons des obligations de moyens, oui la sélection doit être faite correctement, oui nous devons nous assurer que cela fonctionne bien en permanence, mais de là à dire qu'en étant à 7000 / 10000 km de distance nous sommes capables et donc encore plus forts que le régulateur local pour détecter une fraude éventuelle chez le sous-conservateur, c'est totalement illusoire.

Concernant la tenue de position, nous disons que c'est généralement de gré à gré. On ne peut pas avoir de restitution, cela ne figure pas dans nos livres, la part du fonds est inscrite au nom du fonds et non au nom du dépositaire. Qui plus est, lorsqu'un gérant souscrit à des parts d'un OPCVM le choix du TA n'est pas fait par le dépositaire, ce choix est associé à l'OPCVM.

Certains aujourd'hui achètent des OPCVM aux Caïmans, aux Bermudes, que faisons-nous ? Ce n'est pas une loi européenne qui va pouvoir s'imposer par rapport à cela.

Aujourd'hui, des établissements de la Place sont en relation avec plus de 400 TA dans le monde. Lorsque vous avez un réseau de dépositaires qui fait que vous êtes en relation avec 50/60 sous-conservateurs et que le réseau de TA représente 5 à 6 fois le réseau d'un sous-conservateur, comment peut-on envisager pouvoir les contrôler correctement ? Ce sont des choses qui matériellement sont infaisables. Sur le cash, la restitution concerne uniquement ce qui est dans le livre du dépositaire et ne peut aller au-delà.

À quel moment peut-on / doit-on restituer selon la vision des dépositaires ?

Nous considérons qu'une restitution immédiate est extrêmement risquée.

Sur Lehman personne au monde n'a restitué sauf quelques OPCVM sur le marché français.

Un certain nombre de pays émergents ont rencontré des difficultés.

Aux États-Unis, le nombre de banques ayant fait faillite est colossal.

Si votre conservateur aux États-Unis fait faillite, et que le lendemain vous allez voir votre président en lui expliquant qu'il va falloir acheter 20 / 30 milliards de titres sur le marché américain, cela risque de poser quelques difficultés notamment en terme de solvabilité de la banque parce qu'elle n'a pas forcément les 20 / 30 milliards de disponibles pour acheter les titres.

Par ailleurs, en supposant que vous ayez le cash, vous allez acheter des titres américains qui valent peut-être 10 dollars, et lors de leur restitution, ils vont peut-être en valoir 5 ou 15. À quel titre le dépositaire prendrait-il un risque de marché colossal sur des actifs pour lesquels il ne fait qu'assurer la conservation ?

L'approche que nous proposons consiste en la mise en place de « side pockets ». Nous n'avons pas eu de difficulté à en mettre en place sur la gestion des actifs illiquides depuis la crise des subprimes. Pourquoi ne pourrions-nous pas cantonner ces actifs ?

Il conviendrait de déterminer la durée, la manière dont nous pouvons le gérer, la possibilité dans le processus de règlement de la faillite d'avoir des garanties nous assurant la récupération de nos actifs.

Cela fait partie des ouvertures possibles mais nous ne pouvons pas devancer la restitution car cela signifierait que nous avons la certitude de récupérer 100 % de l'actif.

La position d'ETDF

Nous avons une position identique sur l'absence de restitution immédiate, sur le cash et sur la tenue de position. Sur la tenue de compte conservation l'ETDF se limite à une obligation de moyens.

En conclusion sur la restitution, nous constatons que nous avons une responsabilité très différente en fonction des affaires Lehman, Madoff... Dès lors qu'une harmonisation sera trouvée et, en fonction des responsabilités que l'on aura in fine au niveau des dépositaires, se posera la question des fees du dépositaire par rapport aux risques qu'il supporte.

Pour illustrer mon propos ci-après un petit calcul :

Prenez un OPCVM grand public, sur 100 points de base, 60 points de base partent directement vers le réseau de distributeurs, c'est un minimum. Il en reste 40, répartis entre la société de gestion et certains prestataires que sont le valorisateur et l'administrateur de fonds. Vous avez généralement 5 points de base sur ces deux métiers et 35 points de base sur le reste.

Lorsque vous regardez aujourd'hui le résultat de la crise sur les affaires Lehman et Madoff, ça n'a pas coûté un centime aux sociétés de gestion contrairement aux déposataires.

Toute la question est aujourd'hui de savoir si les fees au niveau des différents acteurs qui constituent la chaîne de l'asset management sont au bon niveau ?

Cette réponse-là sera apportée en fonction de l'harmonisation des responsabilités des déposataires.

4. La fonction de contrôle dépositaire

Concernant le contrôle dépositaire, l'actualité fait qu'aucune urgence particulière n'est invoquée puisqu'il ne s'est pas passé grand-chose. Néanmoins, comme je le disais en introduction, certains risques sont identifiés et il faut les adresser.

À titre d'illustration quand nous évoquions précédemment le contrôle de la valeur liquidative, est-ce de s'assurer qu'elle est calculée ? L'instruction COB de novembre 1993 prévoit de contrôler « l'établissement » de la valeur liquidative.

Aujourd'hui, un dépositaire dans le cadre de sa mission de contrôle, s'assure uniquement qu'elle a été établie. Pour autant nous ne sommes pas à l'abri d'un acteur interprétant différemment l'instruction et considérant que le dépositaire doit en réalité recalculer cette valeur liquidative au centime d'euro près.

Nous avons besoin de travailler sur la clarification des différentes missions du contrôle dépositaire lorsque certains pays aujourd'hui insistent largement sur l'éligibilité des actifs.

Qu'est ce qu'un actif éligible, comment le contrôle-t-on ?

C'est aujourd'hui extrêmement complexe, l'innovation financière fait que des actifs entrent parfois dans des portefeuilles. Ces actifs sont-ils éligibles ou non en fonction de l'orientation du produit ? Cette question n'est absolument pas triviale. Nous devons être plus précis sur les missions. Où commence le contrôle, où s'arrête-t-il ? Nous devons avoir un tronc commun quelle que soit la nature de l'OPCVM c'est-à-dire UCITS 4 ou AIFM. En fonction de la nature de l'OPCVM nous pouvons avoir des plans de contrôle, des obligations de contrôle spécifiques car le produit est tel qu'il faut l'adapter. Jusqu'à présent nous avons toujours connu des contrôles a posteriori. Patrice Bergé Vincent a évoqué la possibilité de contrôler a priori dans le cadre d'une vente. Nous ne sommes pas du tout aujourd'hui dans la logique des contrôles a priori, les chaînes dans l'industrie des titres ne sont pas conçues à cet effet et faire évoluer les pratiques nécessite d'en avoir préalablement mesuré les effets.

Il est essentiel d'avoir une approche mesurée, d'identifier ce qui se passe chez la société de gestion, chez le régulateur, chez le dépositaire mais ne faisons pas trois fois le même contrôle.

5. La fonction de valorisateur

Cette fonction doit être harmonisée. Aujourd'hui, nous avons besoin de confirmer les aspects d'indépendance mais nous n'avons pas forcément besoin d'aller à l'extrême. Je pense que les « chinese wall » ont bien fonctionné pendant des années. Faire des acteurs indépendants les uns des autres n'apporterait pas grand-chose si ce n'est de la complexité.

Dire que la NAV est de la responsabilité de la société de gestion doit être de nouveau énoncé dans tous les États membres. Cela fait aussi partie des bases de l'industrie. La société de gestion a la responsabilité de sa valeur liquidative. Ce n'est pas un tiers quel que soit le tiers.

La problématique sur les prix est aussi un sujet qui est apparu avec la crise puisque nous sommes tombés sur des problèmes de « pricing » d'actifs illiquides.

La responsabilité in fine est au niveau de la société de gestion, en aucun cas chez un tiers. C'est sa responsabilité, son métier de base d'avoir une gestion de portefeuille et d'être capable d'avoir le bon prix.

Et enfin dernier point, les règles de calcul au niveau des valeurs liquidatives doivent également être harmonisées ce qui n'est pas le cas en Europe. L'investisseur non averti a besoin de pouvoir comparer les performances lorsque lui sera proposé un OPCVM de telle ou telle juridiction. Il faut qu'il puisse se dire que c'est exactement comparable alors qu'aujourd'hui les produits et les performances publiées ne sont pas comparables.

En conclusion, nous souhaitons la mise en place d'un standard AIFM à l'instar de ce qui a été fait pour les UCITS. Nous considérons qu'il y a un tronc commun.

Nous voulons éviter (cela fait partie des choses que nous entendons), le split de la responsabilité entre le retail et l'institutionnel. Nous nous attachons plus au produit en tant que tel qu'au porteur.

Certains produits vont à la fois avoir des porteurs retail et institutionnels. Il nous semble difficile de dire à un institutionnel, parce que vous avez un OPCVM grand public, vous allez avoir tel type de couverture par le dépositaire et parce que vous êtes uniquement sur un produit institutionnel votre couverture va être différente. Il faut que nous ayons un message clair véhiculé par rapport à un OPCVM. UCITS / AIFM pourquoi pas puisque nous sommes bien sûr le vecteur du produit et non pas sur la typologie du porteur.

Je pense que vous l'aurez largement compris, c'est un enjeu majeur pour nous : des réponses extrêmement précises doivent être apportées. En fonction de ces réponses l'industrie des titres s'organisera de telle ou telle façon. Il faut que les risques soient maîtrisables pour éviter des conséquences lourdes pour cette industrie.

Il ne faut pas que certains acteurs pensent « je n'irai plus sur tel ou tel produit parce que je



Position de l'AFTI et des principaux dépositaires européens sur le rôle et les missions du dépositaire dans le cadre des fonds coordonnés (UCITS) et non coordonnés (Alternative investment fund- AIF)

considère que je ne peux pas en maîtriser les risques ».

À l'inverse il faut que les gérants puissent bénéficier de tous les supports pour pouvoir faire leur gestion et continuer de faire preuve d'innovation.

Questions de la salle

Patrice Bergé Vincent : *J'aurais plusieurs questions mais je vais me contenter d'une seule, c'est celle de la distinction entre retail et professionnel. Ce sont les autorités françaises qui ont fait cette proposition. Nous sommes isolés sur cette proposition et nous sommes persuadés qu'elle permettra de concilier deux objectifs a priori inconciliables. Il faut en matière de dépositaire, un régime protecteur des investisseurs particuliers. En tant que régulateur, nous ne pourrions pas descendre en dessous d'un certain niveau de protection des investisseurs particuliers en Europe, ce n'est pas imaginable.*

Deuxième objectif qui est difficilement conciliable avec le premier, c'est un objectif de flexibilité pour les dépositaires de fonds alternatifs. Si nous ne parlons que des hedge funds par exemple, il faut un dépositaire car il apporte une certaine sécurité dans toute la chaîne de valeur mais il faut un régime suffisamment flexible pour qu'il puisse y avoir un prime broker.

S'il n'y a pas de prime broker dans la chaîne de valeur il n'y a pas de chaîne de valeur de hedge funds. Comment fait-on pour concilier ces deux objectifs ? Notre proposition est de dire qu'il faut faire une distinction entre retail et professionnel. La distinction juridique n'est pas difficile à faire, nous avons une telle distinction dans la MIF par exemple.

Certains fonds sont aujourd'hui à la fois retail et professionnels, il existe même des classes de parts pour les retail et d'autres pour les professionnels. Si l'on avait deux régimes, qui en Europe fonctionnaient avec cette distinction, nous aurions des fonds qui seraient purement retail et des fonds qui

seraient purement institutionnels et là ça fonctionnerait.

Cela étant, je suis prêt à abandonner l'idée de distinction entre retail et professionnel et à dire après tout qu'il faut le même bloc de responsabilité pour le dépositaire.

Bruno Prigent : Je vais essayer d'envisager cette question sous 3 / 4 facettes.

Par rapport au prime broker, dès l'instant où l'on affirme que ce type de fonds est plutôt réservé aux investisseurs institutionnels, que l'on reconnaît que les actifs ne sont pas dans les livres du dépositaire et qu'il n'a pas à les restituer, je dirai que cela n'est pas contradictoire dans la mesure où le principe de base est de dire « je restitue ce qui est dans mes livres ». Il faut clarifier et lever l'ambiguïté existante par rapport à cela. Dès l'instant où l'on affirme que l'on ne restitue que ce qui est dans nos livres nous sommes totalement en phase par rapport à ce que l'on a énoncé auparavant. Là où je suis plus gêné, c'est que l'on est en train de nous dire, et je pense qu'il faut le comprendre sous l'angle commercial, que lorsque nous allons voir un investisseur et que nous lui disons vous êtes un investisseur, vous êtes qualifié, et bien sachez que quand votre gérant va aller sur la Thaïlande, ou sur un OPCVM qui est enregistré auprès d'un TA, nous considérerons que nous n'avons pas de responsabilité particulière à part une obligation de moyens.

Il peut nous répondre qu'il ne comprend pas car sur un OPCVM destiné à des particuliers nous prenons la responsabilité.

Sans parler du coût que l'on ferait supporter au retail (une étude, sommaire a été faite à ce sujet, et évalue le coût à 40 / 50 points de base de plus). Le client retail ne voudra pas d'un produit qui coûte déjà un demi-point qui part en garantie. Jusqu'où va-t-on en termes de couverture des risques ? C'est quelque chose qui va coûter très cher.

J'ai une conviction mais elle est peut-être fautive. Je pense qu'au niveau de l'AMF vous n'avez pas dû voir passer beaucoup d'OPCVM où le dépositaire a réduit sa responsabilité. Or depuis quelques mois nous avons la possibilité de le faire. À ma connaissance il n'y a pas un

seul dépositaire qui ait réussi à le faire avec un investisseur institutionnel. Comment demain peut-on penser y arriver ?

L'investisseur institutionnel a autant besoin que l'investisseur non averti d'avoir aussi ses actifs protégés, certes il peut comprendre des choses que l'investisseur non averti ne comprend pas mais il a pour autant le même besoin d'avoir des garanties.

Nadine Rigutto : Par rapport à ce que vous venez de dire, des longs shorts avec des prime brokers, nous en avons dans UCITS IV donc nous en avons qui sont diffusés au retail aujourd'hui, certes avec un levier moins important. Derrière nos institutionnels qui sont souvent des caisses de retraite ou d'assurance, nous retrouvons souvent des contrats en euro ou en unité de compte et donc des particuliers. Faire la distinction institutionnelle / retail même si nous avons des fonds purs, ne traitera pas le sujet. ■



État des lieux du dossier Dépositaire au niveau communautaire

par **Sonia Cattarinussi**,

Expert national détaché, Gestion d'Actifs pour le compte de tiers, Politique des Services Financiers et Marchés Financiers, Direction générale Marché intérieur et Services, Commission Européenne

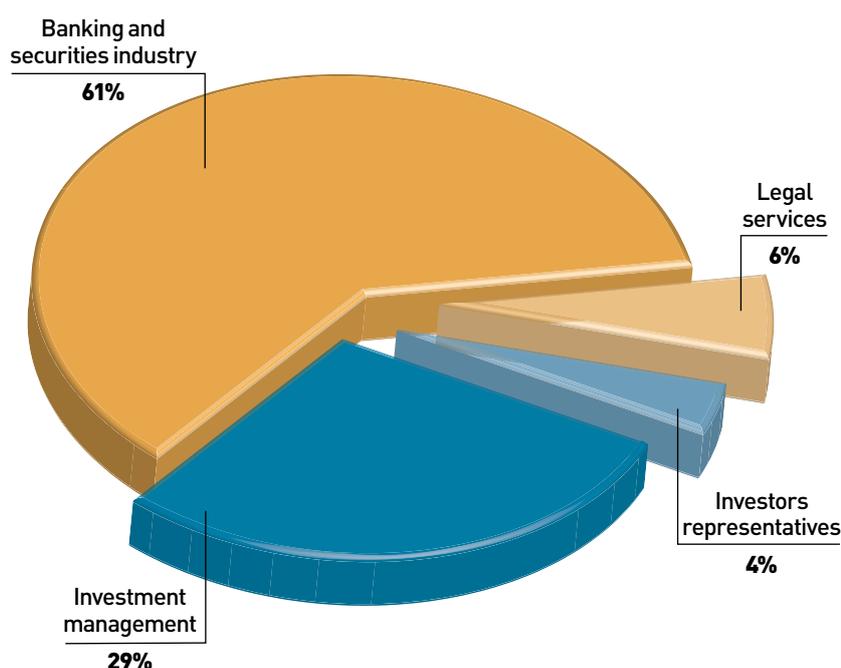
Je tiens tout d'abord à remercier l'AFTI d'avoir invité la Commission européenne afin de présenter les réponses reçues à la consultation relative à la fonction dépositaire d'OPCVM.

Comme vous le savez, la Commission a lancé cette consultation dans un contexte post Madoff, post faillite Lehman, et à la suite de la proposition sur les fonds alternatifs AIFM- cette proposition contient une disposition relative à la fonction dépositaire. L'objectif de la consultation sur les dépositaires d'OPCVM était d'identifier les éventuelles problématiques liées à la fonction de dépositaire d'OPCVM et d'examiner dans quelle mesure il pourrait être nécessaire de clarifier au niveau européen le dispositif législatif existant.

Cette consultation a été lancée en juillet dernier. Elle s'est achevée en septembre, bien que de nombreux professionnels nous aient fait part de leurs réponses dans le courant d'octobre. Nous avons reçu au total 79 réponses - à titre de comparaison, lors d'une précédente consultation sur les fonds alternatifs, nous avons reçu un peu plus de 110 réponses. Sur un sujet aussi technique que la fonction dépositaire d'OPCVM, recevoir 79 réponses témoigne d'une très forte mobilisation de la part de l'industrie. Sur ces 79 réponses, 68 proviennent du secteur privé à savoir des établissements et associations de l'industrie de l'asset management, des dépositaires - Cela représente à peu près 86 % du total des réponses que nous avons reçues.

Nous avons également reçu une réponse d'un citoyen européen et enfin 10 réponses de la part d'autorités publiques - sachant que la plupart de ces dernières nous ont généralement

Answers from organisations by type of institution



été adressées par le Ministère des Finances, en collaboration avec le régulateur prudentiel ou le régulateur des marchés de chaque État membre. Vous trouverez dans ce graphique le détail des différents types de professionnels ayant répondu à cette consultation.

Banking and securities industry	41	61%
Investment management	20	29%
Investors representatives	3	4%
Legal services	4	6%
Total	68	100 %

Comme je viens de l'indiquer, nous constatons tout d'abord au vu de ce graphique une forte mobilisation de l'industrie bancaire et des professionnels des titres. Mais il est surtout intéressant de constater que seulement 4 % du total des réponses reçues représentent la voix des investisseurs et de leurs associations représentatives. Cela signifie que la synthèse des réponses reflète des opinions majoritairement exprimées (à 86 %) par l'industrie bancaire; et ne reflète l'opinion des investisseurs qu'à hauteur de 4 %.



État des lieux du dossier Dépositaire au niveau communautaire

La consultation abordait différents thèmes, développés dans la suite de cette présentation :

- ▶ les obligations du dépositaire ;
- ▶ les problématiques liées au régime de la responsabilité ;
- ▶ les règles organisationnelles et la révision des conditions d'éligibilité de dépositaire d'OPCVM ;
- ▶ la supervision et le passeport.

1. Les obligations du Dépositaire

Force est de constater qu'il existe dans les réponses qui nous ont été adressées, un large consensus sur la nécessité de clarifier les obligations du dépositaire. Parmi ces obligations, on retrouve :

- ▶ les obligations relatives à la garde des actifs,
- ▶ les obligations relatives au contrôle.

Enfin, nous avons souhaité, dans le cadre de la consultation, traiter séparément le cas de la délégation.

Les obligations relatives à la garde des actifs

Vous le savez tous, le dépositaire a pour mission de « garder » les actifs de l'OPCVM. Les résultats de la consultation montrent qu'il est aujourd'hui nécessaire de clarifier cette notion de « garde » des actifs. On distinguerait dans la garde, la conservation des actifs d'une part, et la surveillance des actifs non éligibles à la conservation, d'autre part.

S'agissant de la conservation (ou de la « custody »), cette notion n'est pas définie au niveau européen. Une référence est seulement faite dans la Directive MIF qui indique qu'il s'agit d'un service auxiliaire aux services d'investissement mais sans pour autant la définir.

L'une des premières difficultés est de déterminer quel est le champ d'application de la conservation - de définir quels sont les instruments financiers qui entrent dans son périmètre. Les professionnels nous ont fait part d'un certain nombre d'idées sur ce point. Il semble tout d'abord que seuls les instruments financiers de type « valeur mobilière » peuvent faire l'objet d'une conservation par le dépositaire (le dépositaire agit alors

comme un « custodian ») - Reste encore à identifier selon quels critères les valeurs mobilières entrent ou sortent du périmètre de la conservation dans les livres du dépositaire du fonds. Un autre élément important relevé parmi les réponses apportées à la consultation est relatif à la nécessité d'introduire une obligation de ségrégation des actifs conservés dans les livres du dépositaire ; reste à savoir en quoi consisterait concrètement la mise en place de cette obligation.

S'agissant de la surveillance ou du « monitoring » des actifs qui n'entrent pas dans le périmètre de la conservation, le champ d'application de cette fonction sera nécessairement défini a contrario par rapport à celui de la conservation. Par ailleurs, si l'on convient que le dépositaire doit « surveiller » les actifs qui ne font pas l'objet d'une conservation dans ses livres, il sera également nécessaire de déterminer ce qui sera concrètement demandé au titre de cette fonction : le dépositaire devra-t-il tenir un registre ? Devra-t-il vérifier la propriété du fonds sur les actifs inscrits ? Le sujet reste ouvert.

Les obligations relatives au devoir de contrôle

En matière d'obligation de contrôle, la consultation posait deux questions : la première était relative à la nécessité de clarifier les obligations de contrôle ; la seconde était relative à la possibilité d'étendre la liste de ces contrôles.

Concernant la première question, les professionnels demandent à la Commission de clarifier un certain nombre d'obligations existantes relatives au « contrôle dépositaire ». La plus forte demande concerne la clarification de l'obligation de contrôle de la NAV du fonds. Il semble en effet qu'il y ait une interprétation différente de ce en quoi consiste cette obligation, ce qui crée un risque pour les dépositaires, les investisseurs.

Sur la seconde question, les réponses sont plutôt négatives : il ne semble pas qu'il soit pour le moment nécessaire d'étendre la liste à de nouveaux contrôles. Je mentionnerai néanmoins la réponse faite par le CESR qui propose l'introduction d'une nouvelle obligation de

reporting par le dépositaire auprès des autorités compétentes.

La délégation

Le thème de la délégation est devenu incontournable : les réponses apportées à la consultation l'ont très bien démontré. Le type d'actifs éligibles à un OPCVM a largement évolué depuis 1985 ; les fonds investissent dans des juridictions de plus en plus variées et les dépositaires ne peuvent assurer la conservation directe de tous les actifs - ils s'appuient sur des réseaux de sous-conservateurs. Avec l'élargissement de l'univers d'investissement des OPCVM, le recours aux sous-conservateurs est une réalité du métier de dépositaire. De ce fait, les problématiques liées à la délégation sont devenues incontournables. L'affaire Madoff en témoigne.

Trois éléments de réponse se distinguent :

- ▶ 1. Quelles activités déléguer ? Il apparaît nécessaire d'harmoniser entre les États membres les règles applicables en la matière. Aujourd'hui, nous comprenons que chaque État apporte une réponse différente à cette question ; dans certains États, typiquement en France, il n'est pas possible de déléguer les fonctions de contrôle. Cette interprétation n'est pas assez tranchée dans tous les États membres. Une autre idée avancée par certains participants à la consultation consisterait à ne permettre la délégation d'activité que lorsque cela est strictement nécessaire - de façon à ne pas voir se développer des entités dépositaires simples « boîtes à lettres ». Rappelons que cette même idée avait déjà été exprimée dans le rapport de la Rosière de 2008.
- ▶ 2. À quelle entité déléguer ? Les réponses apportées à cette question reflètent assez largement celles apportées en matière de critères d'éligibilité, en revanche la question des critères applicables aux sous-conservateurs établis dans des pays tiers reste ouverte et peu d'éléments nous ont été fournis sur ce point.
- ▶ 3. Quelles conditions de délégation ? Une idée a été largement plébiscitée par l'ensemble des participants à la consultation. Il s'agit

d'imposer une obligation de ségrégation des actifs au niveau des sous-conservateurs mais, ici encore, reste à savoir jusqu'à quel degré.

2. Clarifier les problématiques liées au régime de la responsabilité

Ce thème a été traité en trois sous-parties :

- ▶ 1. Le régime général de responsabilité du dépositaire, régime de responsabilité pour faute
- ▶ 2. Le débat relatif à la notion de « l'unjustifiable failure »,
- ▶ 3. L'inversion de la charge de la preuve.

Le régime de responsabilité générale du dépositaire, régime de responsabilité pour faute

Tout le monde s'accorde sur le fait que le dépositaire doit être responsable s'il commet une faute dans la fourniture de ses services. Pour tous, il semble essentiel de préserver ce régime de responsabilité sur la base de la faute ou de la « wrong performance ». Tous les professionnels en conviennent.

Mais avant de savoir si l'on est responsable pour ne pas avoir correctement fourni un service, il faut savoir précisément en quoi consiste ce service. Les réponses à la consultation soulignent ainsi la nécessité de clarifier les missions du dépositaire de l'OPCVM. Nombre de professionnels ont indiqué que le régime de la responsabilité pour faute ou « wrong performance » tel qu'il existe dans la Directive OPCVM doit être préservé. En revanche il est important que l'on définisse ce que l'on entend par « performance ». Définir la fonction dépositaire apparaît comme un préalable indispensable.

L'« unjustifiable failure »

La version anglaise de la Directive OPCVM fait référence à la notion « d'unjustifiable failure », cette notion n'a pas été retenue lors de la rédaction de la Directive AIFM. L'une des questions qui était posée dans la consultation était de savoir s'il est nécessaire de modifier le texte de la Directive OPCVM dans le même sens.

Les réponses apportées sont encore une fois assez unanimes sur ce sujet. Les professionnels ont apporté des éléments de réponse qui tendent à démontrer qu'il existe des situations où la conservation des actifs du fonds va au-delà du périmètre dans lequel le dépositaire garde les pleins pouvoirs. On relève par exemple le cas de la faillite du sous-conservateur, ou encore le cas d'un changement de législation dans le pays du sous-conservateur, comme une nationalisation par exemple. Il s'agit de cas dans lesquels le dépositaire peut procéder effectivement à des due diligences; mais il ne lui est pas pour autant possible de garantir une disponibilité immédiate des actifs.

Les professionnels se sont également attachés à fournir à la Commission la liste des effets négatifs ou des « dommages collatéraux » que la mise en place d'un régime de responsabilité inconditionnelle pourrait avoir; en voici quelques exemples :

- ▶ Les OPCVM seraient les seuls produits d'épargne grand public à bénéficier d'une garantie inconditionnelle en cas de perte des actifs sous-jacents.
- ▶ Un régime de responsabilité stricte impliquerait des coûts supplémentaires pour l'investisseur final sans pour autant éliminer le risque.
- ▶ L'obligation de restitution immédiate transformerait le dépositaire en « assureur » du fonds.
- ▶ L'obligation de restitution immédiate impliquerait une exposition du dépositaire à un risque de marché - ce qui n'est pas dans la nature de ses fonctions. Certains dépositaires ont rappelé que parfois les investisseurs optent volontairement pour des stratégies d'investissement risquées afin d'obtenir de plus hauts rendements. Si le risque se matérialise, est-ce au dépositaire d'en supporter le coût?
- ▶ Enfin, certains notent que l'obligation de restitution immédiate crée un risque systémique - par exemple en cas de faillite d'un établissement dépositaire incapable de rembourser aux investisseurs la valeur d'actifs perdus.

Cependant, il est important de souligner un élément plébiscité à la fois par les investisseurs, les autorités publiques nationales mais également par les professionnels: il est nécessaire de maintenir un « label » UCITS IV fort.

Selon certains participants, le débat pourrait également se porter sur le risque de conservation lié aux actifs éligibles à l'OPCVM – sur ce point, certains professionnels suggèrent à la Commission de mener une analyse plus approfondie sur ce risque et éventuellement de regarder dans quelle mesure certains actifs éligibles comportent un risque de conservation trop important dans le cadre d'un OPCVM. D'autres proposent également d'opter pour un régime de responsabilité inconditionnelle; mais exclusivement dans un cadre intragroupe. Une autre idée suggérée consisterait à mettre en place un mécanisme d'indemnisation en cas de perte des actifs, à l'instar du régime Américain, ou encore à mettre en place des « side pockets ». Il s'agit de pistes de réflexions intéressantes qui vont devoir être approfondies.

L'inversion de la charge de la preuve

En matière d'inversion de la charge de la preuve, la proposition AIFM précise qu'il appartient au dépositaire de démontrer qu'il a rempli sa mission correctement. Est-il nécessaire d'adopter une approche identique dans l'environnement UCITS? Les réactions qui nous sont parvenues sur ce point sont plutôt positives. Dans le cadre UCITS, les investisseurs n'ont pas toujours la capacité d'apprécier les risques associés à la conservation ou à la sous-conservation d'un actif. Pour autant, les professionnels demandent à la Commission de clarifier la fonction dépositaire avant d'inverser le régime de la preuve.

3. Les règles organisationnelles et la révision des conditions d'éligibilité de dépositaire d'OPCVM

Pour la plupart des professionnels, la mise en place de règles organisationnelles semble envisageable dans la mesure où ces règles seraient alignées sur celles de la MIF.

Un autre point soulevé par les participants à la consultation est relatif à la nécessité de clarifier les règles applicables en matière de conflit d'intérêt, en particulier lorsque le dépositaire et le gérant appartiennent au même groupe.

S'agissant des critères d'éligibilité, le projet de Directive AIFM propose une liste d'établisse-



État des lieux du dossier Dépositaire au niveau communautaire

ments éligibles à la fonction de dépositaire. Je pense, par exemple, aux établissements bancaires, et aux « investment firms » qui fournissent un service d'investissement. L'approche n'est pas tout à fait la même dans le cadre des OPCVM - la Directive OPCVM fait simplement référence au fait qu'un dépositaire doit faire l'objet d'une surveillance prudentielle et d'une supervision adéquate. Faut-il compléter cette approche? Les réponses fournies soulignent qu'il faudrait clarifier le régime de la responsabilité du dépositaire avant d'introduire de nouveaux critères d'éligibilité qui devraient, en tout état de cause, refléter les risques associés à l'activité.

4. Supervision et passeport

S'agissant de la supervision; la consultation abordait deux questions:

- ▶ 5. la supervision privée
- ▶ 6. la supervision par les pouvoirs publics

La supervision privée

Cette question était relative à la nécessité d'imposer une certification des actifs détenus pour le compte de tiers, afin qu'un auditeur indépendant puisse s'assurer de la réalité des actifs conservés. Sur ce point, les réponses ont été assez surprenantes - la plupart des professionnels nous ont indiqué qu'ils étaient déjà soumis à de telles obligations de certification. Cependant, il n'est pas clair que ces obligations de certification portent effectivement sur les actifs conservés par le dépositaire pour le compte de tiers, la question reste donc ouverte.

La supervision par les pouvoirs publics

L'autre question était relative à l'harmonisation des pouvoirs de supervision des autorités de surveillance nationales. Avec la fraude Madoff et la faillite Lehman nous avons pu constater que les autorités de surveillance nationales ne bénéficient pas toutes des mêmes prérogatives et il semble que l'harmonisation des règles en matière de supervision publique soit plébiscitée.

Enfin, pour conclure: la question du passeport dépositaire. L'harmonisation de la fonction

dépositaire nous amène à la question du passeport dépositaire. Souhaite-t-on introduire un tel passeport? Les opinions semblent assez partagées sur le sujet - il semble que les professionnels ne souhaitent pas, pour le moment, que l'on introduise un passeport dépositaire. Cela ne signifie pas qu'ils soient opposés à l'idée - mais il ressort que l'environnement UCITS est en pleine mutation avec l'introduction du passeport des sociétés de gestion - il serait préférable d'harmoniser les règles applicables à la fonction dépositaire avant d'introduire un passeport. Les professionnels ont indiqué qu'ils souhaitaient avoir un « retour d'expérience » sur la façon dont les choses se passent dans le cadre des UCITS IV, avant que ne soit introduit un passeport dépositaire.

Quelles seront les initiatives de la Commission en 2010? La Commission a publié la synthèse des réponses il y a deux semaines. Le « process » habituel consiste maintenant à rédiger un « impact assessment » de façon à reprendre l'ensemble des éléments apportés dans le cadre de la consultation. L'objectif serait de finaliser cette étude d'impact avant l'été 2010; mais comme vous le savez, la DG Markt va avoir un nouveau Commissaire qui prendra très certainement ses fonctions courant janvier, février. Ce calendrier pourrait donc être modifié ultérieurement.

Questions et interventions de la salle

Patrice Bergé Vincent: *Une remarque du régulateur national, domestique français, par rapport au tout dernier point de cette présentation.*

Dans ma présentation, j'ai indiqué qu'il était crucial d'avoir plus d'harmonisation sur les dispositions dépositaires mais que c'était également urgentissime. Je crains que l'idée d'un impact assessment, qui est une très belle idée (et il est nécessaire d'avoir un « impact assessment » avant de mettre en place de nouvelles dispositions législatives), soit une manœuvre de la Commission pour ralentir le « process » législatif.

Pour les autorités françaises, il est urgent de solutionner ce problème et nous pensons qu'il est préférable de passer par la Directive AIFM qui est un véhicule législatif ouvert et en cours de discussion pour régler le problème dépositaire rapidement puisque la Directive pourrait être adoptée définitivement d'ici la fin du premier semestre 2010.

Nadine Rigutto: *Est-ce que dans « l'impact assessment » vous comptez faire un distinguo entre les impacts pour les dépositaires européens, et pour les dépositaires anglo-saxons; les global custodians? Il y a deux univers, les Européens qui ont développé un système avec une régulation qui est propre, et des grandes banques américaines, par exemple, qui veulent s'installer en Europe sans en supporter les coûts. Ces directives et ces débats forment aujourd'hui deux regards différents et il conviendrait d'avoir une approche chiffrée selon chacun.*

Sonia Cattarinussi: Nous sommes parfaitement conscients qu'il s'agit d'un métier en forte compétition sur la scène internationale. C'est un élément que nous allons nous efforcer de prendre en compte. ■



Point sur les 20 recommandations AFTI/AFG sur la distribution et la circulation des OPCVM en France et en Europe

par Pierre Monteillard,
Associé AILANCY

Je vais vous faire un point sur l'avancement de la mise en œuvre des 20 recommandations AFTI/AFG publiées en 2004.

Rapidement, pour rappel, ces recommandations ont été définies fin 2004 avec pour objectif à l'époque d'améliorer la chaîne du passif (i.e. la distribution et la circulation des fonds) en faisant en sorte d'importer, autant que possible, les meilleurs standards étrangers.

Ces différentes recommandations se répartissent en 7 axes.

Je vais reprendre ce qui a été fait depuis par rapport à ces recommandations, et ce qui reste à faire. Notez qu'il y a eu récemment des échanges entre les deux Associations pour partager le constat de la situation dans laquelle nous sommes aujourd'hui, c'est-à-dire partager le plan d'action pertinent pour la suite à donner et déterminer les priorités qui sont relativement pragmatiques comme vous allez le voir.

Tout d'abord, au global, nous pouvons dire que nous sommes au milieu du gué.

Il faut en effet que tout soit « au vert » pour tirer la totalité des bénéfices. Nous constatons des progrès, mais ce ne sont pas des progrès qui soient totalement satisfaisants.

1. Acteurs : clarifier les rôles et responsabilités

Le premier axe qui était d'intérêt dans les recommandations, consistait à clarifier les rôles et les responsabilités des acteurs. Dans ce domaine, nous pouvons dire schématiquement que nous sommes proches de conclure, sur la gestion du passif, un chantier qu'a en main l'AMF avec les Associations.

Axe	Description	Recommandation	Avancement
1 ^{er} axe	Acteurs : clarifier les rôles et responsabilités	R1 - Statut distributeur	20%
		R2 - Gestion du passif	80%
		R3 - Convention spécifique passif	30%
2 ^e axe	Distribution : simplifier et normaliser les interventions attendues vis-à-vis des clients finaux	R4 - Level playing field / info des porteurs	20%
		R5 - Charte / diligences du distributeur	NA
		R6 - Reconnaître «l'execution only»	60%
3 ^e axe	Processus de passation des ordres : automatiser, sécuriser et ouvrir le processus	R7 - Définition de contenu d'un ordre	100%
		R8 - Ordres en montant	30%
		R9 - Ordres directs	30%
		R10 - Conditions d'exécution de Place	90%
		R11 - Centralisateur dans le prospectus	100%
		R12 - Émergence PF privées d'exécution	60%
4 ^e axe	R/L et forme des titres : normaliser et améliorer la circulation des titres	R13 - Règles de Place de R/L	40%
		R14 - Promouvoir modèle CSD	50%
5 ^e axe	Référentiel valeurs : faire émerger des solutions de Place	R15 - Charte sur la mise à dispo. des infos	50%
		R16 - Émergence d'offres privées	20%
6 ^e axe	Connaissance des distributeurs : réformer l'architecture des flux d'information	R17 - TA light	20%
7 ^e axe	Convention de distribution : standardiser les conventions utilisées	R18 - Canevas de convention	50%
		R19 - Systématiser l'annexe technique	50%
		R20 - Information standard sur les fonds	30%

	Mise en œuvre finalisée ou quasi finalisée
	Incomplètement - travaux en cours non finalisés
	Réalisations non encore significatives

En revanche, sur le statut du distributeur, malgré la clarification de ce qui doit être fait en matière de distribution nous sommes encore très loin du compte. Ce point reste un objectif tout à fait prioritaire pour les Associations qui sont attentives à la fois à ce que les règles soient équivalentes au plan géographique et par rapport aux différents

types de produits aussi bien bancaires, assuranciers que de service d'investissement et d'OPC. Si la recommandation n° 1 visant le statut du distributeur n'est pas mise en œuvre, beaucoup d'initiatives sont cependant engagées par les autorités publiques. Ceci permet de nourrir un peu d'espoir, même si l'atterrissage, en raison



Point sur les 20 recommandations AFTI/AFG sur la distribution et la circulation des OPCVM en France et en Europe

de l'importance du sujet, n'est certainement pas rapide.

Dans ce domaine les Associations auront naturellement à faire pression pour que les autorités publiques mènent à leur terme ces travaux. Sur la gestion du passif, comme vous le savez, d'importants travaux ont mobilisé les Associations et l'AMF. Ces travaux sont proches de leur conclusion mais ne sont pas tout à fait conclus car un certain nombre de sujets restent à régler, notamment les conditions de délégation (savoir si cette fonction peut être déléguée à un PSI ou librement), la clarté en matière de risques notamment en cas de défaillance de la part des donneurs d'ordres. Sur ce sujet du passif beaucoup de choses restent à faire au niveau européen. Cela rejoint la qualité de TA, les responsabilités qui sont prises par le TA vis-à-vis de ses donneurs d'ordres et des investisseurs, le sujet Madoff..., ce sont des questions pour lesquelles il y aura aussi beaucoup de travail, nous y reviendrons certainement après les jugements sur Luxalpha.

La troisième recommandation relative à la gestion du passif demandait qu'une convention spécifique soit établie en cas de délégation entre la société de gestion et son dépositaire lorsqu'elle délègue au dépositaire. L'AMF a repris cette exigence d'établir une convention dans le projet de RGAMF (Règlement général AMF). En revanche, les Associations par rapport à ce qui avait été dit en 2004, considèrent qu'il n'est pas nécessairement pertinent d'avoir deux conventions au risque d'avoir un travail de mise à jour complexifié. Les Associations sont d'accord pour que, dès lors que le RGAMF sera mis à jour, soit produite dans la convention cadre du dépositaire une section tout à fait spécifique pour décliner, au niveau conventionnel, le travail réglementaire.

2. Distribution : simplifier et normaliser les interventions attendues vis-à-vis des clients finaux

Le second axe visait la simplification et la normalisation de ce que doit faire le distributeur vis-à-vis des clients finaux. Dans ce domaine, la Directive MIF a clarifié un certain nombre de

choses, notamment le fait que les OPCVM doivent être traités au même titre que les actions. C'était l'interprétation faite par l'AMF et qui a été jugée comme étant une « sur-régulation » par les professionnels.

Aujourd'hui, avec l'arrivée de UCITS IV, cette « sur-régulation » que nous connaissons en France va être banalisée puisque dans l'application de UCITS IV les autres pays devraient adopter des règles équivalentes à celles qui sont en œuvre en France.

La recommandation n° 4 avait pour objet d'alligner les exigences et les standards en matière d'information des porteurs. Vis-à-vis de l'avant-vente aujourd'hui, le régime français réclame de mettre à disposition les matériaux, le prospectus... Quand à l'étranger une tenue à disposition suffit. Même chose sur l'après-vente, sur les informations qui doivent être portées à la connaissance des porteurs en cas d'événement : il y a quelque chose de très clair sur les fonds français, beaucoup moins clair sur les fonds étrangers et sur le cadre de responsabilité dans la chaîne de diffusion de toutes ces informations, qui rejoint un sujet d'intérêt autour du post Madoff. Il est clair qu'après les jugements, il sera nécessaire de clarifier davantage ce que sont les exigences dans la Réception/Transmission d'Ordres d'OPCVM (engagement vis-à-vis du TA, action en nom propre ou au nom de ses clients, validité du bulletin de souscription...)

Même chose sur la Tenue de Compte Conservation, quelle est la valeur des positions en registre chez un TA et quelle est l'obligation du TCC? Une autre recommandation, mais qui a perdu de son intérêt avec la Directive MIF était de définir, dans une charte, les diligences attendues de la part du distributeur. La Directive MIF a répondu à la plus grande part de ces besoins de clarification, il pourra être utile de produire une déclinaison des obligations qui vont apparaître quand le décret sera passé sur la validation du matériel commercial par la société de gestion. C'est la prochaine étape à venir.

Sur « l'exécution only », se trouvait dans les recommandations le souhait de voir émerger la possibilité de distinguer cette intervention en « execution only » d'un service dans lequel il y a

du conseil. La Directive MIF a permis de mettre en œuvre ce régime en place dans le RGAMF. Il reste marginalement à rendre tout à fait net ce que sont les produits complexes qui ne sont pas éligibles à « l'exécution only » aujourd'hui.

3. Processus de passation d'ordres : automatiser, sécuriser et ouvrir le processus

Ce troisième axe est le domaine de progrès le plus positif. Beaucoup d'efforts ont été concentrés sur cet axe par les Associations et avec le soutien très utile d'Euroclear France pour la mise en place de la plate-forme qui est maintenant tout à fait active. Beaucoup de choses ont été normalisées pour que la plate-forme puisse démarrer.

Il reste toutefois encore un certain nombre de points à traiter. Ce qui a été fait d'intéressant est d'abord la clarification de la définition d'un ordre et la mise en place de l'obligation de fournir une réponse sous forme d'un avis d'exécution. La charte AFTI a permis en particulier de clarifier, lorsque nous sommes dans le cadre de processus manuels, la manière dont cela devait être traité très précisément. Ensuite un point reste à venir, ce sont les ordres en montant. C'est un projet en préparation et qui constitue, de la part des deux Associations, l'une des priorités de l'année prochaine. Il s'agit là d'un « process » pour lequel l'AFTI a actuellement en préparation un projet, qu'elle va partager avec l'ensemble des autres acteurs concernés par ce changement, avec un objectif de pouvoir mettre en place ces ordres en montant l'année prochaine.

Autre point aussi en préparation, ce sont les ordres directs.

Dans le RGAMF sur le passif, le cadre a été établi et est d'ailleurs conforme aux recommandations de 2004. Dans ce domaine maintenant, la balle est dans le camp des acteurs qui sont en mesure de mettre en œuvre ces ordres en direct. Il restera au niveau des Associations à décliner ce que doit être la convention spécifique qui aura à être faite conformément à la réglementation établie par l'AMF.

Concernant les conditions d'exécution de Place, les choses ont bien avancé dans la charte AFTI sur la centralisation. Pour l'année prochaine, l'AFG a marqué son intérêt à faire en sorte que cette charte soit passée en revue pour qu'elle puisse être applicable potentiellement aux sociétés de gestion. Aujourd'hui son champ d'application est centré sur les banques donneurs d'ordres et réceptrices d'ordres qui font du Règlement / Livraison. Il y a aussi à venir autour de ces règles de place, la clarification du rôle du teneur de compte émetteur lorsqu'il est différent de celui du centralisateur. Certaines choses resteront à préciser sur ce plan.

L'initiative qu'a prise Euroclear avec le marché répond à l'attente de favoriser l'émergence de plate-formes privées.

Reste à s'assurer que les déploiements internationaux de toutes ces solutions et plates-formes sont compatibles.

4. Règlement/ livraison et forme des titres : normaliser et améliorer la circulation des titres

Dans ce domaine les Associations ont promu un règlement/livraison en CSD et des règles de Place de règlement/livraison normalisées. Les Associations ont marqué leur accord pour engager l'année prochaine un travail sur la normalisation des délais de règlement/livraison au passif afin de les réaligner sur les instruments de référence à l'actif pour que les trésoriers et les gérants de multi-gestion aient leur vie facilitée par rapport à ces règles qui, aujourd'hui, sont différentes. Le fait de promouvoir en Europe le recours généralisé aux CSD comme pour les actions est quelque chose qui a été systématiquement repris par les Associations dans les enceintes internationales. Cette orientation se trouve spectaculairement à l'ordre du jour notamment au Luxembourg actuellement avec l'initiative du CSD luxembourgeois.

5. Référentiel valeurs : faire émerger des solutions de Place

Dans ce domaine-là, les résultats ne sont pas probants. Les Associations ont essayé de faire émerger avec les acteurs principaux du marché, une solution de Place sur le modèle du FINESTI

LUX, c'est-à-dire une solution de Place « monopolistique », en lien avec l'AMF. Finalement les professionnels ont jugé cette solution insuffisamment pertinente et ont souhaité avancer plus progressivement avec des étapes davantage maîtrisées, telles que la mise en place du portail sur le FPP qu'a réalisé l'AFG. Désormais sur le référentiel valeurs, la priorité est que les sociétés de gestion produisent des FPP, ce qui n'est pas encore significativement le cas.

6. Connaissance des distributeurs : réformer l'architecture des flux d'information

Il s'agit, dans cette recommandation, d'améliorer la connaissance du passif et de l'activité des distributeurs en réformant l'architecture des flux. Cela est souvent appelé « TA light » et c'est un des sujets prioritaires pour l'année prochaine. Pour que ce dispositif puisse fonctionner, il est nécessaire que beaucoup d'autres des avancées prévues soient engrangées.

Il est temps maintenant de regarder ce sujet et la manière dont il pourrait se concrétiser l'année prochaine. Il faudrait concrètement que les teneurs de comptes des distributeurs puissent émettre des relevés de position équivalents aux attestations dépositaires qui seraient émises en mode automatique et qui permettraient à la société de gestion ou à son représentant de les rapprocher automatiquement. Il apparaît intéressant d'industrialiser ce « process » d'émission des attestations et de rapprochement.

Les Associations se sont entendues pour une chronologie de travail reposant, dans un premier temps, sur la fourniture par l'AFTI d'un projet technique qui sera examiné avec 3 critères d'analyse.

Il faut d'abord que ce qui va être fait soit ajusté aux besoins des sociétés de gestion, notamment sur le niveau de la granularité en particulier.

Ensuite le modèle économique doit être clair, il y a un investissement au niveau du TCC et il faut que le distributeur paie ce service avec un effet sur la convention de distribution pour la société de gestion. Enfin la portabilité internationale doit être garantie.

7. Conventions de distribution : standardiser les conventions utilisées

Des progrès ont été faits dans ce domaine, notamment par l'AFG qui a produit un canevas de convention de distribution et des annexes techniques pour faciliter le suivi des « trailer fees ».

Ces travaux ont été repris en large partie à son compte par l'EFAMA et trouvent un nouveau débouché aujourd'hui autour de l'initiative de l'EFAMA qui vise à dématérialiser ces conventions et à les normaliser avec une intégration de règles spécifiques à chaque marché. Dans ce domaine, les Associations ont considéré qu'il était important de participer à ces initiatives Schroeder et EFAMA, et d'avancer en créant des groupes de travail en France pour décliner ces initiatives internationales.

En synthèse, soulignons les 5 priorités que les Associations se sont fixées pour l'année prochaine.

La première porte sur le « TA light ». L'AFTI soumettra un projet et les Associations doivent ensuite s'entendre sur l'intérêt de cette initiative. Les autres priorités sont les ordres en montant, les ordres directs, la normalisation des délais de règlement/livraison au passif et la normalisation des conventions de distribution.

Il est important que le marché fasse des progrès dans ce domaine du passif sous peine de voir beaucoup de fonds quitter la France, notamment pour les fonds qui sont en architecture ouverte. Aujourd'hui les acteurs sont hésitants à investir sur le passif des OPC français car il est possible que le marché s'organise avec des feeders ou des produits étrangers. Les 4 priorités autres que le « TA light » ne sont pas coûteuses (ce qui apparaît raisonnable pour l'année prochaine) et devraient faire utilement progresser le marché. ■



Table ronde : Impact de la crise financière sur nos activités - Quelles leçons en tirer ?

Animée par **Karima Lachgar**,
Délégué Général de l'AFTI

Participants :

Bruno Prigent,

Vice-président de l'AFTI,
Directeur Délégué du métier Titres -
Société Générale

Jean-Marc Eyssautier,

Directeur des Contrôles
Permanents Groupe CACEIS

Frédéric Pérard,

Animateur du groupe Flux
et Stocks OPCVM de l'AFTI,
Directeur Global Fund Services et
Global Custody Client
Solutions - BNP Paribas

Yann de Saint Meleuc,

Président de la Commission Infrast-
tructure et Prestataires de l'AFG,
Directeur Asset
Management d'Euroland Consulting

Karima Lachgar : Je suis particulièrement ravie et honorée de pouvoir évoquer avec vous, et avec les figures emblématiques de nos métiers, les enjeux que l'on considère réellement structurants pour le futur du métier titre et plus globalement de la gestion d'actifs.



Nous avons rappelé tout au long de cette conférence de quelle manière les deux principaux incidents ayant caractérisé la crise actuelle à savoir la faillite du géant Lehman Brothers et

la révélation de la fraude Madoff ont perturbé l'ensemble de l'industrie bancaire et financière. Ces événements ont modifié significativement la donne sur laquelle reposent les fondamentaux de notre industrie. À tel point qu'aujourd'hui plusieurs établissements de la Place de Paris s'interrogent sur le point de savoir s'ils doivent maintenir en France leur activité de conservation des actifs eu égard à leur fonction de dépositaire et / ou de teneur de compte conservateur. Cette interrogation n'est pas spécifique aux établissements Français.

Ces derniers mois un certain nombre de groupes de réflexion, d'études, de chaires de recherche ont émergé.

L'ALFI (Association Luxembourgeoise des Fonds d'Investissement) a publié, en septembre 2009, un rapport post Madoff qui s'accompagnait de la publication de chartes des bonnes pratiques professionnelles en matière de custody. Force est de constater que le contenu de ces bonnes pratiques conforte les divergences d'interprétation identifiées quelques mois auparavant dans un courrier adressé par Christine Lagarde au Commissaire McCreevy.

Du côté de l'AFTI nous avons créé, quelques semaines après la survenance de ces deux incidents, un groupe de réflexion, nommé groupe transversal, réunissant à la fois des dépositaires et teneurs de comptes conservateurs, des valorisateurs, des centralisateurs, des experts fiscaux ainsi que des experts juridiques.

Je souhaite profiter de cette table ronde pour saluer la qualité de leurs travaux et leur implication constante qui a permis à ce groupe composé d'une trentaine de professionnels reconnus de se réunir sur un rythme régulier

et soutenu d'une réunion par semaine et ce, durant plusieurs mois.

Ces travaux ont contribué à la définition d'une position en matière d'harmonisation des responsabilités du dépositaire, position que, compte tenu du feedback statement présenté par Sonia Cattarinussi précédemment, nous jugeons constructive et pragmatique.

Cela nous a également permis d'alimenter les réflexions actuelles du groupe de travail piloté par l'AMF sur la refonte du cahier des charges du Teneur de Compte Conservateur.

De surcroît, ces travaux nous ont permis d'identifier des sujets prioritaires non perçus comme tels avant la crise comme par exemple la clarification des missions attachées à la fonction de réception transmission d'ordres d'OPCVM. Nous y reviendrons à travers la restitution de l'ensemble de ces réflexions.

Une des questions récurrentes qui se pose avec la crise économique et financière est de savoir comment l'industrie française des métiers titres et plus précisément de la gestion d'actifs peut-elle rebondir suite à ces événements, sachant qu'en parallèle se profile la transposition de la directive UCITS IV, l'adoption de la directive AIFM et la seconde étape de la consultation de la Commission sur la fonction dépositaire? L'objectif de la table ronde est précisément d'essayer d'apporter quelques éléments de réponse. Pour cela, il me semble qu'il faut retenir une approche transversale consistant à organiser nos débats autour de trois enjeux importants replacés au cœur de nos préoccupations en raison de la crise que nous vivons actuellement: Le premier est celui de la clarification du rôle et

des responsabilités des acteurs de l'ensemble de la chaîne de valeur et pas uniquement au niveau de la partie post-marché.

Le second est celui de la résurgence de la notion de risque et de ses impacts sur les « business models » des établissements bancaires et financiers Français.

Enfin le troisième enjeu concerne l'industrialisation et la sécurisation des flux et des process.

Sans plus attendre, je propose de donner la parole au représentant de l'AFG.

Yann de Saint Meleuc, pouvez-vous, en quelques mots, nous dresser un bilan post-crise et surtout nous indiquer si les gestions et les métiers titres se rejoignent sur les trois enjeux que je viens d'évoquer ?

Yann de Saint Meleuc: Bonjour, lourde



tâche s'il en est. Je vais surtout ajouter quelques mots en complément de ce qui a été dit car il est vrai qu'une bonne partie de notre travail à l'AFG, surtout concernant la commission IP consiste à faire progresser un certain nombre de sujets techniques sous jacents aux grands enjeux de notre fonctionnement commun entre gestion d'actif et dépositaire, conservateur, valorisateur et centralisateur.

Mon propos consiste à « planter le décor » du point de vue de la société de gestion et à avoir en tête que les encours ont largement baissé.

Il faut savoir qu'il y a eu 400 milliards de décollecte en Europe en 2008. Le premier semestre 2009 est quelque peu meilleur, mais nous sommes plutôt dans l'ordre de 50 milliards de collectes nouvelles. Nous sommes très loin d'avoir retrouvé les encours que nous avions en 2007.

Dans ce mix produit, ce sont essentiellement des gestions passives qui tirent leur épingle du jeu. Dans les - 400 milliards en 2008, il y avait - 460 milliards de gestions actives qui ont disparu, et + 60 milliards de gestions passive qui sont apparues. Ce ne sont pas du tout les mêmes niveaux de marge, ce ne sont pas non plus les mêmes niveaux de process dans les sociétés de gestion comme chez les dépositaires. Nous constatons donc une pression assez forte faisant

que les marges brutes des sociétés de gestion au niveau européen représentent à peu près 40 %. La marge brute sur chiffre d'affaires est à peu près de 40 % dans les belles années comme 2006, notons qu'elle est tombée à 28 % en estimation 2009.

Dans les métiers de la gestion elle-même, nous avons constaté des suspensions de valorisation, des problèmes importants de liquidité, mais nous avons globalement réussi à gérer; il n'y a pas eu de défaillances majeures.

En revanche, concernant les banques d'investissement nous ne pouvons pas forcément dire exactement la même chose et côté dépositaire force est de constater un certain nombre d'incidents comme cela a été rappelé. L'une des leçons qu'il faut tirer de cela est que peu importe celui qui, au fond, a fait la défaillance, nos sorts sont de toute façon liés.

En terme de communication les sorts sont complètement liés entre la partie dépositaire et la partie gestion. Cela implique une très forte liaison entre nos deux Associations, entre les professionnels et une gestion de la communication de crise qui soit anticipée.

Là aussi je pense que nous pourrions retravailler sur la bonne communication sur les sujets communs afin d'éviter des incompréhensions et défendre une approche de Place.

Le deuxième élément est que cette communication de crise doit s'appuyer sur des professionnels qui comprennent très bien les enjeux problématiques.

Ce sont ces deux éléments qu'il faut vraiment que nous gardions en tête.

Troisième élément lié à ces événements, c'est, je pense, l'existence d'une forte impopularité dans la sphère globalement financière. Le ressenti est très fort, la crise perdure, cela étant, les résultats des banques remontent, et les plus fortes hausses du CAC 40 sont celles des banques.

Dans l'avenir, il faudra évoquer la notion de risque avec beaucoup de précaution pour éviter d'en arriver à des raccourcis qui amènent à considérer que nous faisons porter par l'investisseur non averti les risques que les professionnels n'arrivent pas à s'adresser eux-mêmes. »

Nous avons une obligation de résultat là-dessus. Certaines idées seront à creuser, nous parlions toute à l'heure de risque, notamment Bruno

Prigent, qui, depuis un certain temps, a dressé les difficultés à valoriser le risque lié au réseau de sous-dépositaires.

Il est nécessaire, à mon sens, d'aller plus loin et sans doute d'avoir une sorte d'étude d'impact qui devrait être relayée au niveau européen et qui permettrait d'évaluer les sommes engagées lorsque par exemple, on évoque les primes de risques liées à un problème de dépositaires à Taïwan.

Cela peut être 40 points de base mais si c'est sur 1 % de l'actif retail, à l'arrivée, il y a peut-être des choses qui sont gérables.

Nous ne devrions pas nous contenter de raisonner en termes de risques/absence de risques. Il faut aller plus loin et quantifier, modéliser et, à l'instar de ce qui se passe sur Solvency ou de ce qui s'est passé sur Bâle II, il y a peut-être quelques itérations en fonction du niveau de responsabilité que l'on veut donner qui feront évidemment varier les primes de risques. Les sociétés de gestion d'actifs étant tout à fait à même de comprendre des modèles de risk management, puisqu'elles sont elles-mêmes sur la partie marché. Nous pouvons effectivement travailler là dessus.

Un élément important dans le cadre de la localisation des activités titres est qu'il n'y a pas de guerre France-Luxembourg; cela est clair.

En revanche les sociétés de gestion se posent aujourd'hui vraiment la question de savoir: « Où vais-je domicilier, demain, ma gamme, dans le cadre de UCITS IV? Il est vrai que le TA light évoqué par Pierre Monteillard précédemment est une solution potentielle. Sinon pour les sociétés de gestion françaises, les choix risquent d'être assez vite faits pour leur gamme en architecture ouverte en tout cas concernant les plates-formes d'administration de chaînes de passif qui ont déjà fait leurs preuves, malheureusement de l'autre côté de la frontière.

Karima Lachgar: *Jean-Marc Eyssautier, nous vivons actuellement une période charnière pour l'industrie de la gestion d'actifs, la crise a en effet démontré que les questions de rôle et de responsabilité n'ont pas été clarifiées. À partir de ce constat, quels sont les axes de travail sur lesquels les métiers titres devraient se focaliser à court et moyen terme ?*



Table ronde : Impact de la crise financière sur nos activités
- Quelles leçons en tirer ?

Jean-Marc Eyssautier :



Bonjour à tous. Je pense que dans ce qui a été dit jusqu'à maintenant, il y a un point qui me semble tout à fait positif et deux éléments sur lesquels je voudrais revenir qui restent des interrogations pour moi, même si la position de Yann de Saint-Meleuc me semble tout à fait aller dans un sens positif. Le point positif, c'est qu'effectivement on est passé d'une situation de fiction et d'illusions où l'on disait parce qu'il y a une directive et parce qu'elle est transposée partout on est tous logés à la même enseigne. Cette fiction a parfaitement explosé et je crois après avoir entendu les régulateurs, la Commission européenne, qu'il y a maintenant une position conjointe en Europe pour dire que nous avons absolument besoin d'une harmonisation et d'une clarification. Nous avons besoin de normes et de véhicules légaux qui fassent qu'elles soient réellement transposées dans le droit positif de chaque État de façon uniforme. Je crois qu'il y a là une grosse avancée par rapport à cette fiction qui était liée à cette idée que parce qu'il y avait une directive, cela couvrirait ce qui est maintenant notre marché domestique, tout le monde était logé à la même enseigne.

Là où il me semble rester des points d'interrogation qui sont des points majeurs, c'est évidemment d'abord sur les aspects de responsabilité. Il y a 3/4 ans, on entendait encore des analystes dire que le monde de la gestion pour compte de tiers c'est très bien car finalement c'est un monde quasiment sans risque. Il y a certes du risque opérationnel, mais on le maîtrise globalement et il vient en diminution du PNB, mais pour le reste c'est un monde de commissions récurrentes sans consommation de fonds propres. Si les marchés baissent l'investisseur gagne un peu moins d'argent, s'ils montent tout le monde est encore plus content.

On voit que ça n'est plus tout à fait la réalité. Nous vivons désormais, comme l'a indiqué Marcel Roncin en introduction, dans un monde dangereux. Ce qui me gêne un peu, c'est le raccourci rapide qui s'est produit en associant « il y a un monde dangereux » à « responsabilité du

dépositaire ». La véritable interrogation réside dans la manière de savoir, comment adresser les dangers et les zones de risques, désormais avérés et identifiés, par l'ensemble des acteurs pas seulement le dépositaire mais aussi l'investisseur à l'origine de la décision d'investissement ainsi que le distributeur. Jusque-là nous n'avons quasiment pas évoqué le rôle du distributeur, or un investisseur particulier ne peut investir directement, il y a nécessairement un moment où l'ordre est relayé par un distributeur. Or, notamment dans le cadre de la Directive MIF, le rôle du distributeur est fondamental. Et puis il y a un gestionnaire, un promoteur... Donc il me semble que, si l'on veut réellement adresser ces problèmes de façon satisfaisante et pérenne il va bien falloir que l'on s'intéresse à l'adéquation entre les responsabilités et les intérêts. Si l'on reprend la décomposition faite par Bruno Prigent des fees sur un fonds, on ne voit pas très bien pourquoi et surtout comment l'acteur (le dépositaire) qui touche entre 3 et 5 % des commissions prendrait toute la responsabilité, cela paraît économiquement quelque peu aberrant. Il faut donc de nouveau se poser les bonnes questions. À cet égard, je rejoins tout à fait Bruno Prigent lorsqu'il souligne la difficulté de différencier dans nos chaînes de traitement les porteurs retail des porteurs institutionnels. Cette distinction semble politiquement, pour le régulateur, faire sens, aussi nous devrions peut-être creuser certaines pistes. Par exemple, le fait que pour les dépôts cash, il existe déjà des règles d'indemnisation jusqu'à un certain niveau. Ce sont peut-être des choses qu'il faut regarder, en tout cas, il ne faut pas balayer ces pistes d'un revers de main. Peut-être que jusqu'à 100 000 euros d'investissement, on peut considérer un investisseur comme « non-averti », quand il en investit 500 000 ce n'est pas tout à fait la même chose. Je ne donne pas des solutions à ce stade de la réflexion mais je pense qu'il y a des pistes qui permettent de réconcilier comme le disait Yann de Saint-Meleuc, la position des acteurs professionnels avec les considérations politiques et la position du régulateur.

Deuxième thème d'interrogation pour moi - là aussi on saute allègrement de « il y a du risque » à « la responsabilité du dépositaire » - je pense que l'on oublie une composante qui est la com-

posante bancaire de nos métiers. On parle beaucoup de l'AMF, du dépositaire, il faut rappeler que, pour l'essentiel, nos établissements sont structurés comme des banques supervisées par la Commission bancaire. Celle-ci pour l'instant, ne s'est pas beaucoup manifestée sur ces sujets mais une enquête a récemment été lancée auprès de nos maisons sur un certain nombre de questions. Notamment la question de fond suivante : si vous avez une responsabilité à 100 % de restitution des actifs, qu'est ce que vous avez comme fonds propres à mettre en face ? Nul besoin de faire des calculs de risques sophistiqués dans nos cartographies, on voit bien qu'il n'y a pas tout à fait adéquation entre le montant des actifs conservés et la taille des fonds propres des dépositaires ; donc ce problème il faudra bien le traiter. Pour terminer, et indépendamment du régulateur, il s'agit de problèmes qui sont posés dans nos Directions des Risques Groupe et donc avant même d'aller voir notre Président pour lui dire que l'on a perdu 20 milliards, il y a des gens dans nos maisons qui nous interrogent en disant : est-ce que l'équilibre nécessaire, comme dans tout métier de la finance, risque/ rentabilité/ fonds propres est bien respecté compte tenu des décisions récentes en matière de restitution des actifs ?

Donc, tout un ensemble de problèmes qui restent à traiter. Si l'on voit que les travaux européens ont permis de bien avancer, je crois qu'il y a aussi encore pas mal de travail devant nous.

Frédéric Pérard : Je souhaiterais rebondir sur



les conséquences de l'affaire Lehman sur le dépositaire. Luxalpha a été, à sa manière, toute aussi forte en enseignements.

En France nous avons, depuis de longues années avec la dématérialisation, mis en place des processus qui s'adaptent très fortement à une distribution retail pour des fonds français créés par des sociétés de gestion françaises avec un CSD.

Dans l'affaire Luxalpha, la majeure partie des investisseurs sont bien évidemment des clients venant des contrats d'assurance-vie - pour de

forts montants - ou de la banque privée avec un processus où bien évidemment, il y a un formulaire de souscription, un prospectus. Entre la course aux coûts les plus bas et le processus le plus sécurisé, nous avons le plus souvent privilégié la course aux coûts les plus bas et nous nous sommes aperçus que dans la chaîne de valeur, partant du client final jusqu'au TA final au Luxembourg, personne ne voyait de risque. Aujourd'hui avec le travail du groupe transversal de l'AFTI nous avons permis aux acteurs de revoir l'ensemble de cette chaîne. La responsabilité des acteurs à chaque étape de la chaîne est très claire. Il faut aussi en tirer les conséquences avec ces différents acteurs. Soit nous mettons en place les contrôles, nous payons pour ces contrôles et nous en assumons les coûts; soit nous estimons que nous prenons un risque que chaque acteur à chaque étape assume. Aujourd'hui les positions sont chez le TA, chez UBS au nom des banques françaises représentées par leurs succursales au Luxembourg.

Nous disons: vous êtes propriétaires, vous effectuez le travail, vous auriez dû communiquer des informations que vous êtes censés avoir. Aujourd'hui si l'on prend l'investissement dans des produits plus complexes, je défie quiconque d'analyser le bulletin de souscription, le prospectus qui fait parfois jusqu'à 400 pages pour 6 euros par transaction et d'en faire un produit rentable. Il est quelque part nécessaire de revoir la chaîne.

Comment faire pour l'automatiser mais aussi la sécuriser? Il faut ensuite assumer les conséquences de la sécurisation.

Karima Lachgar: *Pour rebondir sur les propos de Jean-Marc Eyssautier et de Frédéric Pérard sur la nécessaire revue des rôles et responsabilités des acteurs de l'ensemble de la chaîne; Jean-Paul Gauzès a récemment, dans un article de l'AGEFI, effectivement indiqué qu'il ne lui semblait pas justifié que le dépositaire supporte l'ensemble du risque et a évoqué l'idée d'une assurance que les sociétés de gestion pourraient contracter; a également été abordée dans cette interview l'idée d'un fonds de garantie. Yann de Saint-Meleuc, quel est votre point de vue?*

Yann de Saint Meleuc: Avant d'y répondre, je voudrais revenir sur un point. Si comme on le disait tout à l'heure, le TA luxembourgeois devient un sub-custodian c'est chez lui que seraient déposés ces titres. (Or, quand on rapproche un état de gestion par un délégataire de gestion qui est Madoff et que l'on dépose les titres après à nouveau chez Madoff et que l'on dit « je fais un contrôle dépositaire en rapprochant les états de gestion des états de conservation » si je rapproche A avec A quelque part je ne vais pas détecter grand-chose). Effectivement je pense que lorsque l'on travaille de la sorte, cela doit pouvoir se détecter et cela doit avoir un coût c'est-à-dire qu'il y a un risque opérationnel qui doit pouvoir émerger. Si cela avait eu un coût particulier, les sociétés de gestion ou les banques qui font de la gestion de patrimoine auraient peut-être regardé à deux fois avant d'aller faire souscrire des fonds qui auraient été ainsi conservés chez un TA. Ce n'est pas le même coût de transaction, ce n'est pas 6 euros, il y a un prix à tarifier. Il est vrai que les sociétés de gestion, là-dessus n'ont peut-être pas une vision suffisamment précise du risque à la fois de circuit et à la fois sur le stock.

Au fond, à l'arrivée où sont réellement les titres, les parts? Chez l'intervenant français ou est-ce qu'ils sont restés là-bas et quel est le niveau de sécurité sur ces titres, ces parts?

La question de l'assurance, je pense que cela concerne le moyen. Il faudrait regarder s'il peut s'agir d'un moyen intéressant de pouvoir apporter un surplus de sécurité, de qualité. Personnellement je pense que le risque est mieux maîtrisé par les professionnels en charge de la « tuyauterie ». Une compagnie d'assurance est-elle capable d'apprécier suffisamment bien le risque opérationnel lié à ce custodian? J'ai personnellement beaucoup de doutes.

L'assureur pourra donner un prix mais je ne suis pas du tout certain que ce prix soit ajusté au vrai risque. Il ne va pas forcément bien maîtriser le sujet et risque de prendre une prime de risque assez dissuasive. Cependant ce sujet pourrait être exploré.

Frédéric Pérard: Je vais répondre étant à la fois basé au Luxembourg et en charge de cette activité de manière transversale. Je pense que

vous seriez assez surpris de la manière dont réagit la place de Luxembourg.

Le problème Luxalpha est loin d'être réglé. Néanmoins, et nous verrons le résultat de l'Assemblée Générale dans quelques jours, il semblerait que la situation vécue dans le cadre de Luxalpha soit considérée comme relativement normale.

Or en France, nous avons une industrie florissante, un modèle le plus souple possible et nous avons interprété la directive de manière consistante. Les acteurs français, y compris les sociétés de gestion et les dépositaires ont cette chance unique d'avoir une très forte industrie domestique et d'être à la fois très présents au Luxembourg. Nous faisons énormément d'efforts auprès des Associations et du régulateur pour que ce modèle soit efficient. Il faut faire très attention à ne pas avoir une attitude en France et une autre attitude au Luxembourg qui, souvent, est une attitude basée sur les coûts. Nous avons avant tout besoin d'une approche européenne et non pas opportuniste qui soit basée en fonction du côté de la frontière où nous nous situons. Les positions au Luxembourg, lorsqu'elles seront identifiées, peuvent rester telles qu'elles sont aujourd'hui pour faciliter l'exécution des transactions.

Néanmoins le législateur luxembourgeois doit reconnaître l'existence du propriétaire final, via des modalités d'enregistrement qui existent déjà et qui permettent d'identifier le bénéficiaire économique et lui permettent d'intervenir dans la vie de la SICAV. C'est une modification qui nous paraît simple vu de la France mais vu du Luxembourg, malgré nos interventions auprès de toutes les parties prenantes, nous n'avancions pas.

Le deuxième point est que si les règles françaises de réconciliation de l'ensemble des actifs du fonds avaient été appliquées, on se serait aperçu très rapidement que les fonds Madoff n'avaient pas exécuté de vraies positions avec de vraies contreparties.

Nous avons eu, bien avant, le débat sur la conservation des actifs versus le suivi des actifs. Effectivement, cela aura un coût supplémentaire. Lorsque l'on compare les modèles d'actifs et passifs, en faisant la somme de ce qu'il faudrait faire, avoir un modèle unique nous per-



Table ronde : Impact de la crise financière sur nos activités
- Quelles leçons en tirer ?

mettrait de nous apercevoir que le Luxembourg n'est pas nécessairement meilleur ou moins cher. Je pense que c'est cela qu'il faut viser. Il ne s'agit pas d'opposer le Luxembourg à la France puisque les actions françaises ont besoin des deux mais de s'assurer que le modèle global futur répond aux besoins de sécurité et de gestion du risque et qu'au final nous trouverons le modèle économique le plus pertinent.

Karima Lachgar: *Dans le prolongement de ces discussions sur les coûts, les « business models » et la compétitivité de nos établissements, Bruno Prigent, voudriez-vous nous donner votre opinion, car comme l'ont rappelé les différentes interventions, l'un des effets positifs de la crise est la prise de conscience collective de l'importance de cette notion de risque de la part des acteurs et en particulier des régulateurs. Nous l'avons notamment vu avec l'annonce récente par l'AMF de la création d'un comité des risques dans le cadre du plan pluri-stratégique annuel.*

Bruno Prigent: Avant d'entrer dans le détail, je souhaite revenir sur plusieurs choses. Il ne faut pas se méprendre, l'industrie de l'asset management est une très belle industrie.



Mis à part les événements récents, cette industrie n'a pas rencontré de problèmes majeurs. Elle a apporté énormément de satisfaction aux investisseurs, aux acteurs qui l'ont fait fonctionner, il ne faut surtout pas la casser.

Nous avons vécu quelque chose de grave, il faut en tirer les leçons pour le bénéfice de tout le monde. Il est nécessaire de redonner confiance aux investisseurs et de tirer les leçons au niveau des acteurs. Nous ne pouvons pas systématiquement nous retourner vers un acteur parce qu'il a des capitaux propres et ignorer tout le reste. Il s'agit, à mon sens, d'un point majeur.

À travers ce que l'on a pu vivre, quels sont les risques auxquels un dépositaire est exposé? Nous avons longuement parlé cet après-midi du risque de conservation. Concernant le risque

de sous-conservation, il faut aller chercher un bon sous-conservateur il y a donc un risque pays à maîtriser. Accepte-t-on d'aller sur tel pays ou pas?

Cette décision se situe au niveau du dépositaire qui doit alerter l'asset manager en l'informant du fait, par exemple, que sur tel pays la situation politique est instable ou encore qu'il n'y a pas d'acteurs de bonne qualité et qu'il faut donc éviter d'y aller.

Dans l'hypothèse où l'on décide d'aller dans ce pays, il est nécessaire de trouver le bon acteur. Là aussi c'est l'appréciation du risque financier des acteurs qui sont en face. Ce n'est donc pas à l'asset manager de juger si le choix est le bon ou non mais il faut, en revanche, être capable de l'expliquer, de le justifier.

Ainsi, s'il n'y a pas de ségrégation locale nous ne pouvons pas l'inventer, si l'on met en œuvre une ségrégation sur place, elle ne tiendra pas. Ce n'est donc pas parce que l'asset manager a décidé de maintenir sa décision de conserver les actifs sur tel pays, alors qu'il a été averti qu'il n'existait pas de règles de ségrégation, que le dépositaire doit continuer de porter le risque. Nous avons donc un effort évident de pédagogie à faire. Un asset manager ne peut pas, aujourd'hui, ignorer lorsqu'il achète un fonds qu'il n'est pas inscrit auprès d'un CSD. Il existe un risque par rapport à son TA. Il ne peut pas penser que le risque est pris par le dépositaire car celui-ci n'a pas été partie prenante dans cette opération.

Le premier risque que prend le dépositaire est un risque sur la sous-conservation mais il y en a d'autres. Nous n'avons pas assez évoqué cet après-midi, le risque cash, autrement dit le découvert.

Il n'existe aucun autre actif financier sur lequel la banque accepte de faire un découvert non confirmé. Le dépositaire n'est pas un créancier privilégié au niveau de l'OPCVM, c'est simplement un acteur. Il n'a pas un droit privilégié sur la créance ou le découvert.

Le découvert n'est pas un droit de tirage car aucun client d'une banque aujourd'hui n'a un droit de tirage à hauteur de 10 % même lorsqu'il a un portefeuille. Certains clients privés ont des portefeuilles et n'ont pas un droit de tirage de 10 % de leurs actifs. Cela doit aussi s'adresser et un découvert doit être traité comme un autre

risque au niveau bancaire; il faut aller jusqu'au bout du process.

La troisième nature de risques, ce sont les risques opérationnels.

Nous avons constaté qu'ils ont énormément évolué avec la crise en raison de la forte volatilité existante sur les marchés. Dès lors que vous avez manqué une opération et que vous la retournez, si les marchés sont « flat », il ne se passe pas grand-chose.

Si, sur les marchés, il y a des coups d'accordéon tels qu'on en a connu, les conséquences peuvent être lourdes. Nous avons ensuite introduit de la complexité pour résoudre cette crise. Aucune « gate » n'est standardisée, on va dans n'importe quel pays et l'on traite les gates comme l'on veut. Si l'on manque un ordre de rachat avec une gate derrière, il va se passer des mois avant de retraiter l'ordre de rachat et pendant ce temps-là nous avons un risque majeur.

Au fur et à mesure que nous avons essayé de résoudre la crise, des techniques ont été introduites sur lesquelles nous n'étions absolument pas préparés au niveau des dépositaires.

Nous n'avons absolument aucun automatisme dans nos chaînes et nous avons dû, du jour au lendemain, traiter des opérations de cette nature-là.

Le risque opérationnel n'a fait qu'augmenter au fur et à mesure du temps. Finalement lorsque nous faisons le bilan de tout cela et je ne parle pas du valorisateur qui se retrouve avec une problématique sur la valorisation des prix, nous nous rendons compte au fur et à mesure que les risques au niveau du dépositaire sont devenus de plus en plus complexes, difficiles à maîtriser et coûtent de plus en plus cher.

Lorsque nous mettons en parallèle les aspects revenus, l'industrie des titres principalement autour de l'asset management, 4 drivers font sa rentabilité.

1/ le niveau des indices boursiers; plus ils montent plus on a d'actifs et par conséquent plus de revenus.

2/ la volumétrie donc le nombre de transactions. Dès l'instant où vous avez une tarification basée sur la volumétrie, si vous faites beaucoup de volumes, vos commissions vont augmenter, si

vous faites moins de volumes vos commissions vont diminuer et il y a bon nombre de relations qui aujourd'hui avec les asset managers, sont basées uniquement sur des points de base, et pour autant les actifs ont augmenté ou diminué. Vos frais généraux deviennent variables alors que vous avez des commissions qui n'évoluent pas forcément dans le même sens.

3/ les taux d'intérêts courts. Il faut savoir aujourd'hui que les taux d'intérêts, lorsque les soldes sont créditeurs, nous rapportent de la marge d'intérêt à des taux à 0,35; 0,30, nous n'avons jamais connu cela.

La moyenne de l'EONIA en 2008 était à 3,80; en 2009 nous allons péniblement finir à 0,80, je pense que l'on va plutôt être autour de 0,70. Nous avons perdu 3 % sur nos encours, cela est énorme.

Nous avons découvert un 4^e driver, il s'agit de **la perte de confiance dans le système** et donc tout le phénomène de décollecte. Si l'on observe les dernières crises que nous avons traversées, nous nous rendons compte que lorsque l'on avait un actif de 100, les indices baissaient de 30 %, à la fin nous avions 70.

Aujourd'hui nous avons 100, les bourses baissent de 30 % nous avons 50 car nous avons perdu 400 milliards l'année dernière en plus de l'effet de marché. Ce 4^e driver ne va pas dans le bon sens.

Aujourd'hui les 4 drivers sont au rouge.

Nos risques se sont particulièrement développés, nous coûtent de plus en plus cher, nous avons de moins en moins de revenus et on nous demande de prendre de plus en plus de risques. Cette équation n'est pas forcément très saine; il est donc nécessaire de retravailler sur le « business model » au niveau de cette industrie.

Est-il sain dans nos activités d'avoir une rémunération basée uniquement sur les actifs? Ne doit-il pas y avoir un mix entre les actifs et les unités d'œuvre qui sont quand même la base de notre industrie?

Lorsqu'un actif a plongé de 50 / 70% et qu'il faut pour autant sortir la valeur liquidative tous les jours, la charge de travail est exactement la même et la rémunération a été divisée par 2 ou 3.

Là aussi nous avons à revoir les « business models » au niveau des acteurs des métiers titres

et à intégrer la connotation risques car lorsque l'on a 3 / 5 points de base pour l'ensemble des activités il y a quelque part une décorrélation que nous connaissons maintenant.

Frédéric Pérard: J'ajouterai là dessus, pour certains asset managers, la nécessité de ne pas résister aux sirènes des fournisseurs anglosaxons qui, nous pouvons le constater, offrent du custody... presque gratuitement, c'est le produit d'appel en espérant se rattraper sur le forex et le prêt-emprunt de titres.

Nous avons pu constater que certains établissements ayant fait des opérations risquées de prêt-emprunt de titres ne sont pas passés loin de la faillite.

Au bout du compte, je suis d'accord avec Bruno Prigent pour dire qu'une rémunération saine du travail effectué plutôt qu'assise sur des revenus variables venant d'activités de marché est un modèle beaucoup plus consistant à l'avenir. Ayant dit cela, en tant qu'acteurs européens, nous nous battons contre des Anglo saxons qui ont développé un modèle beaucoup plus agressif du côté revenus de marchés. Si l'on veut garder des acteurs européens, il nous faut nous battre ensemble sur ce sujet.

Bruno Prigent: Je vous invite à regarder le bilan des établissements qui assurent le métier de l'industrie des titres aussi bien en Europe qu'aux États-Unis. Deux éléments sont à regarder: le montant des frais généraux et le montant des commissions, je ne parle pas de forex, de marge d'intérêt...

Que reçoivent-ils réellement par rapport à la production? Vous constaterez une chose de façon unanime, les frais généraux sont supérieurs aux commissions; est-ce bien sain dans une industrie?

C'est une vraie question, nous devons changer cette approche, les métiers souffrent beaucoup car il n'est pas normal que vous ayez votre unité d'œuvre, donc toute votre main-d'œuvre, les systèmes d'information qui déterminent le montant de vos frais généraux si en face vous n'avez pas de revenus à la hauteur pour couvrir les frais généraux. Il y a un véritable problème.

Karima Lachgar: *Frédéric Pérard, nous avons vu à travers l'intervention de Pierre*

Monteillard, que l'enjeu de l'automatisation des process et des flux n'est pas nouveau ni à l'AFTI ni à l'AFG. Il a été clairement renforcé par l'effet de la crise. Quelles sont les priorités d'actions à conduire par la Place de Paris compte tenu des réflexions menées au Luxembourg et dans d'autres pays?

Frédéric Pérard: Pierre Monteillard a fait un excellent résumé, le point clé c'est effectivement que nous avons, jusqu'à aujourd'hui, développé un modèle très franco-français. Nous avons deux types de clientèles qui s'opposent quelque peu: la clientèle retail est une clientèle qui n'est pas trop orientée architecture ouverte. L'autre point est que nous avons une clientèle d'institutionnels via les contrats d'assurance-vie et les fonds de fonds, qui est beaucoup plus orientée architecture ouverte et cela crée un besoin supplémentaire. J'ai été, je pense, assez clair sur les impacts de Luxalpha. Cela signifie qu'aujourd'hui nous avons travaillé comme l'a dit Pierre Monteillard, sur un modèle très efficient en France, nous sommes arrivés à quelque chose de relativement efficace.

Pour vous donner un ordre de volume nous avons un échange entre établissements d'environ 30 000 ordres par mois, nous espérons monter à 50 000 lorsque tous les fonds seront dans la plate-forme. 30 000 ordres par mois par rapport au nombre de transactions faites en bourse sur une base journalière, nous n'atteindrons jamais des centaines de millions ce qui veut dire que quelque part il y a aussi un pan économique. Lorsque nous avons mis en place la plate-forme, tout le monde pensait au modèle économique américain avec l'ordre à 17 centimes. Euroclear a pris un engagement stratégique fort.

Aujourd'hui les volumes ne sont pas au rendez-vous car cette activité, de par le modèle français domestique ne créera jamais de volumes importants. La demande vient d'asset managers qui veulent diversifier leur distribution et qui ont des fonds en Allemagne, en Angleterre, en Italie, en Espagne, en France ou des distributeurs qui veulent avoir une architecture ouverte.

Aujourd'hui nous ne pouvons plus vivre avec un modèle pour le Luxembourg et un modèle pour la France. Nous devons vivre avec un modèle européen interne. Aujourd'hui nous avons un



Table ronde : Impact de la crise financière sur nos activités
- Quelles leçons en tirer ?

placement davantage TA light en terme de branding mais nous devons trouver un modèle et nous nous sommes mis d'accord avec les sociétés de gestion pour trouver un modèle qui soit concomitant entre le Luxembourg et la France. Je pense que nous avons cette chance entre Caceis, Société Générale, BNP Paribas d'avoir une forte présence dans les deux pays, je pense que nous pouvons être un vecteur de changement.

La place de Luxembourg doit comprendre que le modèle DVP est en train de se développer en Europe, en Hollande, en Angleterre, dans les pays nordiques, en Allemagne.

Le deuxième aspect sur lequel je voudrais insister est qu'aujourd'hui nous avons besoin de cette intégration pour être plus efficaces entre les sociétés de gestion et nous-mêmes.

Je ne résiste pas à l'idée de mentionner à nouveau les besoins d'une base valeur-fonds structurée, standardisée. La base du FPP nous paraît la bonne. Il est important d'avoir une base structurée pour automatiser l'exécution des fonds. Cette base doit être de la responsabilité des sociétés de gestion. Même si elles en délèguent une partie pour certaines informations aux fournisseurs de services que nous sommes, la seule entité qui a toute l'information à la base est la société de gestion, et certains régulateurs en Europe commencent à avancer sur ce sujet. L'autre point concerne les conventions de distribution.

Le sujet a été très bien pris par l'AFG et là nous sommes tout à fait en phase pour avancer. Plus vite nous dématérialiserons, plus vite un modèle comme celui qui a été installé en France pourra être efficace. Nous avons, sur l'année 2010 un programme chargé dans ce domaine.

Yann de Saint Meleuc : Un commentaire rapide sur ce sujet pour faire le lien entre ce thème et ce que disait Bruno Prigent sur les aspects « business model ». Premièrement je crois qu'il faut arrêter de faire de la théologie entre un modèle d'un côté et un modèle de l'autre. Il faut revenir à des choses un peu plus basiques à savoir : quels sont les besoins des clients et comment y répondons-nous au mieux ? Je crois que nous en avons une assez bonne idée les uns et les autres.

Ensuite, il est quand même un peu frappant de se dire que ces sujets-là, cela fait cinq, six ans que nous les traitons, il faut aussi que l'on soit capable de se questionner, collectivement, sur notre capacité à mettre en œuvre de nouveaux produits et de nouveaux services.

Je suis en accord avec ce que disait Bruno Prigent et je partage parfaitement son analyse sur l'évolution de nos revenus, que nous connaissons tous dans nos établissements.

Il me semble que comme toute industrie, il y a des cycles de produits, des produits qui viennent à maturité avec des marges de plus en plus faibles.

C'est un problème pour nous. Nous arriverons à le surmonter en faisant en sorte que la composante risque soit correctement rémunérée mais je pense aussi que nous devons réussir à aller vers plus d'innovation et de nouveaux produits. Il est vrai que ce n'est pas forcément le point fort de nos cultures, qui sont d'abord des cultures de services à nos maisons mères et d'ingénieurs. Il faut que nous soyons également capables de surmonter nos difficultés à mettre en œuvre ces nouveaux services, sous réserve naturellement que si services il y a, ils soient tarifés à leur juste prix.

Bruno Prigent : L'une des difficultés est que nous sommes face à un marché qui n'est absolument pas harmonisé. Mettre en place une structure locale nécessite d'en connaître la durée et l'objectif. Les initiatives prises en ce moment au niveau du Luxembourg sur le point de savoir s'il faut créer un CSD pour les fonds constituent des drivers, et nous en avons besoin.

Nous avons travaillé quelque temps pour faire un référentiel de Place. Nous avons finalement arrêté le processus mais nous demeurons persuadés qu'il s'agit d'une bonne idée. Pour autant, nous n'avons pas pu la mettre en œuvre parce qu'à l'époque nous nous disions justement qu'il ne fallait pas faire ce référentiel franco-français, il faut le rendre européen et en face de nous nous avons des barrières gigantesques.

Il faut que nous gardions cette dynamique, cet esprit d'innovation. L'impact assessment, c'est très bien, c'est louable mais je partage aussi l'avis de Patrice Bergé Vincent en disant, il y a quand même urgence, il faut que nous allions vite maintenant.

Il faut résoudre rapidement les points qui ont été soulevés pour pouvoir aller de l'avant et ne pas se dire finalement les mois s'écoulent et nous continuons tels que nous sommes constitués aujourd'hui. Je pense que nous avons besoin de tourner la page, de partir sur des bases davantage clarifiées pour pouvoir justement redonner une dynamique.

Yann de Saint Meleuc : Je pense que cela rebondit exactement sur ce qui vient d'être dit, cela fait 25 ans que je suis dans le métier dont 15 ans de responsabilité de back offices, je partage bien les problématiques que vous vivez. Je pense qu'effectivement c'est un problème de mise à niveau de services. Nous sommes passés du post-marché à de la prestation. J'ai créé il y a 5 ans la commission infrastructures et prestataires de l'AFG, justement pour ne pas dire que c'est du post-marché.

Aujourd'hui les sociétés de gestion veulent comprendre le comportement de leurs clients, elles veulent pouvoir suivre leurs investisseurs et ce n'est pas un mois après, un trimestre après. Ce sont bien des systèmes de pilotage de leur propre service qu'elles demandent. Je suis absolument convaincu que si nous offrons un service qui correspond bien à leurs besoins, elles sauront trouver le bon « business model » avec les métiers titres, je n'ai jamais eu aucun doute là-dessus. Si elles sont parties au Luxembourg c'est parce qu'elles avaient du service avant tout. Le service se paie, nous sommes tous absolument d'accord et je pense que les sociétés de gestion ont besoin d'une industrie représentée par l'AFTI forte et vraiment tournée vers cette industrie de service en accompagnement. Voilà ce que je voulais dire avec conviction car je ne passerais pas autant de temps sur ces sujets-là si je n'y croyais pas.

Karima Lachgar : Sur ces notes d'encouragement, je vous remercie tous et je laisse la parole au président de l'AFG Paul Henri de la Porte du Theil. ■



Conclusion

Paul-Henri de La Porte du Theil,
Président de l'Association Française de la Gestion Financière

Bonsoir Mesdames, Bonsoir Messieurs.
Merci à l'AFTI et à son président Marcel Roncin de m'avoir proposé de conclure vos travaux.

Un homme de Lettres de l'Ancien Régime avait dit, je crois, « la France compte 20 millions de sujets sans compter les sujets de mécontentements ». Je ne suis pas certain que nous ayons 20 millions de sujets devant nous mais nous en avons beaucoup, sans compter tous les sujets de préoccupation, relativement nombreux.

La crise a très fortement secoué le marché financier et nous sommes aujourd'hui dans la post-crise. Nous sommes actuellement dans le temps des réactions, tout le monde réagit.

Les gouvernements ont réagi, d'autant plus qu'ils étaient un peu gênés aux entournures car ils n'avaient ni forcément tout vu, ni tout organisé pour que les choses se passent bien. La Commission réagit, elle souhaite organiser, réguler ce qui ne l'était pas et tout ce sur quoi elle a fait l'objet de critiques. D'où la directive AIFM, « vite fait pas très bien fait », d'où le bilan de la directive MIF.

Il s'agit d'une initiative originale de la part d'un régulateur que de se poser la question, quelque temps après, de savoir si ce qu'il a mis en place fonctionne bien.

J'espère que cela va recommencer.

Les régulateurs réagissent également car ils souhaitent trouver une réponse aux incidents ayant émaillé la crise et cherchent à mettre en face de chaque incident un responsable parce que c'est plus commode, vous l'avez largement évoqué. Réactions enfin des différentes communautés, des différents pays qui s'interrogent sur le point de savoir comment vont-ils réagir à tout cela,

comment vont-ils en tirer profit et essayer de ne pas y perdre ?

Un rapport récent a été émis par l'association des sociétés de gestion anglaises, rapport coprésidé par le président de l'association de fonds anglais et par le chancelier de l'Échiquier. Le ministre des finances anglais coprésidait donc un groupe de travail sur la place de Londres notamment sur les dispositions à mettre en place pour améliorer l'efficacité, la taille de la place de Londres.

La conclusion était la suivante : nous avons laissé pas mal d'activité à Luxembourg, à Dublin, que faut-il faire pour la récupérer ?

Cette question, que se posent les Anglais, est très pragmatique.

Pendant ce temps nous, Paris Europlace, nous ne cessons de discuter... des tas de choses concrètes vont en ressortir, je n'en doute pas un seul instant. Notons cependant que les Anglais ont été plus rapides.

Dans toute crise nous pouvons effectivement voir ces aspects de risque, mais nous sommes dans un moment d'agitation et il convient d'envisager les aspects positifs qui peuvent en être tirés.

Nous avons mis en évidence un certain nombre de points de faiblesse, il s'agit déjà d'un premier pas vers leur résolution. Nous avons eu une prise de conscience générale de la notion du risque et nous avons constaté que nous pourrions essayer de sensibiliser davantage les investisseurs au-delà de la simple réaction de recherche de responsabilité, de prise en charge des coûts. Le fait de responsabiliser les investisseurs peut

également être un moyen de leur faire prendre une part de ce risque-là.

Il n'y a pas que le dépositaire versus la société de gestion, il est nécessaire d'aller bien plus loin que ce débat-là.

Nous avons constaté qu'il existait la possibilité de mettre fin aux disparités européennes dans bien des domaines, cela a « sauté aux yeux », dans des affaires comme Madoff.

Les disparités de réglementation, cela a été maintes fois répété, nous avons cru que UCITS IV avait réglé un certain nombre de problèmes et l'on a vu qu'il n'en était rien.

Nous allons revenir sur la Directive MIF, nous reprendrons je l'espère, un certain nombre des points de la best execution qui méritent quand même d'être revisités.

Qu'avons-nous comme chantiers à conduire ? Ceux-ci ont été largement évoqués, je ne vais pas y revenir, mais nous avons à reprendre, à travailler le problème de la directive AIFM avec les autorités européennes et avec tous ceux qui se sont penchés sur la question. Énormément de choses sont à revoir dans cette directive. La présidence Suédoise a commencé à y travailler, à redresser un certain nombre de choses « mal enclenchées », tout n'est cependant pas bien redressé et il reste encore beaucoup de travail. Nous nous demandons si UCITS IV de niveau 2 et la responsabilité du dépositaire vont être traités là ou dans AIFM, c'est un vrai sujet.

La révision de la directive MIF nous l'avons dit, l'harmonisation du droit des titres ; c'est un vrai sujet sous-jacent à beaucoup des choses que nous avons évoquées. Viennent ensuite un certain nombre de sujets évoqués lors des



Conclusion de la conférence

différentes interventions et repris au cours de la table ronde.

La gestion du passif, avec en particulier tout ce qui concerne le TA et la problématique Luxembourg qui le traite mieux que ne le traite la France, la mise en place des conventions gérants/dépositaires, les ordres en montants, les ordres directs, la normalisation du règlement/livraison, la dématérialisation. J'y ajouterai, parce que cela nous soucie peut-être un peu plus, toute la question des « inducements », ce qui a été dit sur la possible interdiction des rétrocessions de la part de la société de gestion vers l'investisseur ou vers le distributeur. Il s'agit de quelque chose d'extrêmement préoccupant.

Là encore, il faut y voir l'admirable capacité de nos amis Anglo Saxons à rebondir alors qu'ils n'ont pas été irréprochables dans la crise. Ils disposent d'un art de proposer des solutions qui sont les leurs, je les admire et estime que nous devons devenir aussi bons. Ensuite vient la question du Level Playing Field, reprise sous une forme un peu différente mais qui revient au même, par CESR. C'est l'histoire des PRIP'S, donc de tous les produits packagés où la question des conditions loyales de concurrence est posée entre les différents acteurs de la place financière. Il y a donc toute une liste de sujets et la question reste pour nous de savoir comment les prendre ?

J'évoquerai, pour conclure, deux idées sur la manière de traiter tous ces sujets.

Première chose, nous devons défendre les intérêts de la Place française en étant cohérents et rassemblés, sinon, les autres partenaires verront immédiatement les failles pouvant exister et en profiteront. Nous serons donc perdants.

Nous n'avons pas forcément de vues communes sur tous les sujets mais nous avons beaucoup rassemblé et regroupé, coordonné nos points de vue. Nous sommes d'accord sur beaucoup de choses, nous avons un intérêt évidemment à être rassemblés pour nous battre, sinon, des décisions qui ne seront pas celles que nous aurons voulues vont passer.

La deuxième remarque est qu'il faut être très attentifs aux coûts de tout ce que je vais appeler post-marché. Yann de Saint Meleuc préférerait appeler cela autrement ; de tout ce qui est tuyautique, organisation, systèmes qui sont autour de nos industries.

Ce post-marché est trop cher, il n'est pas assez organisé, pas assez automatisé et pour autant beaucoup d'efforts ont été faits. Davantage d'efforts restent à faire.

Nous n'avons pas été gênés par cela pendant les années 2004, 2005, 2006 car c'était l'euphorie, les encours croissaient et leur progression faisait que tout le monde gagnait bien sa vie à cette époque-là. Cela ne se voyait pas beaucoup mais c'était déjà trop cher. Maintenant que les encours ont baissé, que les difficultés sont là, que la concurrence s'est accrue, que les Anglo Saxons sont encore plus piquants, le coût de notre post-marché, le coût de notre « tuyautique » apparaît comme étant un handicap. Il faut donc absolument là-dessus, ensemble, métier du titre et gérants, s'attaquer à ces sujets car sinon d'autres types de produits vendus par d'autres professions l'emportent sur les nôtres.

Voilà ce que je voulais dire ce soir, je vous remercie de m'avoir écouté. ■



“Structure” de Charles Sauvat, jeune sculpteur, dessinateur et graveur, que l'AFTI accompagne dans sa création artistique.

Spécial Conférence

est un périodique édité par l'AFTI.

AFTI
La dynamique du post-marché

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

Directeur de Publication : Marcel Roncin
Rédacteur en chef : Marcel Roncin
Comité de rédaction : Ailancy
Crédit photos : Philippe Couette
Réalisation : Café Noir - LFT

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

ISSN : 1262-2109