

## Directive OPCVM IV : enjeux et défis pour l'industrie financière

Conférence du 12 mai 2011



En partenariat avec

### Sommaire

#### p. 2

Introduction  
Marcel Roncin

#### p. 4

La nouvelle réglementation  
OPCVM IV, état des lieux  
et décryptage  
Guillaume Eliet

#### p. 8

Environnement  
et impacts de UCITS IV  
Joseph Florentin

#### p. 13

Les évolutions en cours  
sur les fonds non coordonnés  
Stéphane Puel

#### p. 17

Table ronde  
Comment la Place de Paris  
se prépare-t-elle à la concurrence  
ouverte entre Places par la Directive  
OPCVM IV: les enjeux et défis  
Stéphane Puel

#### p. 24

Conclusion  
Vivien Lévy-Garboua



## Introduction

par Marcel RONCIN,  
Président de l'AFTI.

Bonjour à tous,

Je vous remercie d'avoir répondu présents, si nombreux, à notre invitation pour traiter un sujet d'une brûlante actualité, sur lequel les déposataires se sont fortement investis.

Le Cabinet **Gide Loyrette Nouel** et la **Fédération Bancaire Française** sont les partenaires de notre conférence.

Une cinquantaine de jours nous séparent du 1<sup>er</sup> juillet 2011, date prévue pour la transposition en droit national de la directive 2009 / 65/CE du 13 juillet 2009 dite UCITS<sup>1</sup> ou OPCVM IV.

Précédée du Livre Vert du 12 juillet 2005 sur l'amélioration du cadre régissant les fonds dans l'Union européenne, cette directive a été complétée par quatre mesures d'exécution :

- ▶ La directive 2010/42/UE: fusion de fonds/ fonds maîtres et nourriciers
- ▶ La directive 2010/43/UE: conflits d'intérêts/ gestion des risques/relations déposataires - SDG
- ▶ Le règlement 583/2010 : KIID ou DICI
- ▶ Le règlement 584/2010 : lettre de notification normalisée/attestation OPCVM

C'est donc un vaste ensemble de textes qui vient remplacer une autre directive, restée célèbre dans nos métiers, la directive 85/611 du 20 décembre 1985, laquelle avait jeté les bases d'un premier développement des Fonds en Europe.

Ce texte avait lui-même été transposé en France par la Loi du 23 décembre 1988, et par l'instruc-

tion COB de novembre 1993 concernant les missions et moyens du déposataire d'OPCVM.

La directive OPCVM IV va modifier en profondeur l'espace européen de la gestion d'actifs.

On imagine volontiers le chemin parcouru par la technologie, et par les pratiques de marché depuis 1985, même si de nombreux textes intermédiaires ont progressivement permis, et de manière substantielle, de modifier la première directive.

C'est pourquoi la directive 85/611 a fait l'objet d'une refonte.

Un certain nombre d'obstacles devaient être levés pour permettre à l'industrie financière européenne de poursuivre sa marche en avant dans la perspective de l'achèvement de l'union économique et monétaire.

Ainsi, la rationalisation de la structure des fonds au niveau européen, notamment par regroupement des actifs, est apparue comme une nécessité, compte tenu du nombre et de la taille de ces fonds. De même, il convenait de parvenir à une meilleure maîtrise des coûts, à faciliter les opérations transfrontalières, enfin, à aménager les procédures d'agrément et de contrôle.

Un certain nombre de mesures fortes ont été prévues dans ce sens. Elles seront détaillées tout à l'heure.

En synthèse, recalibrer pour faciliter la commercialisation transfrontalière, et, par là, favoriser la compétition européenne.

<sup>1</sup> UCITS: Under takings for collective investment in transferable securities



Ces mesures s'accompagnent :

- ▶ D'une part, d'une amélioration de la protection des investisseurs, lesquels se verront progressivement offrir une palette plus large de produits,
- ▶ D'autre part, d'une information plus claire, transparente et non trompeuse.
- ▶ Enfin, d'une optimisation du cadre coopératif des régulateurs nationaux.

L'industrie française de la gestion d'actifs est aujourd'hui l'une des toutes premières qui soit, et elle doit pouvoir poursuivre son développement en France et en Europe.

La directive offre l'opportunité de se positionner favorablement dès maintenant.

Des initiatives ont été prises sous la houlette du Haut Comité de place. L'AMF a, pour sa part, joué un rôle éminent dans cette préparation, en conduisant les travaux de Place et en organisant un colloque en septembre 2010.

À cet égard, la table ronde nous donnera des indications sur l'état de préparation de la Place de Paris.

Nous avons invité, pour intervenir au cours de la conférence :

- ▶ **Guillaume Eliet**,  
Chef du service des Prestataires et des Produits d'Épargne,  
**Autorité des Marchés Financiers**
- ▶ **Joseph Florentin**,  
Associé, **Eurogroup**
- ▶ **Stéphane Puel**,  
Avocat Associé,  
**Cabinet Gide Loyrette Nouel**
- ▶ **Patrice Bergé-Vincent**,  
Responsable du département régulation de la gestion d'actifs, Direction de la Régulation et des Affaires Internationales,  
**Autorité des Marchés Financiers**
- ▶ **Pierre Bollon**,  
Délégué général, **AFG**
- ▶ **Éric Dérobert**,  
Directeur des Affaires Publiques, **CACEIS**
- ▶ **Éric Wohleber**,  
Directeur Général,  
**Blackrock Investment Management**
- ▶ **Nicolas Gonzalez**,  
Responsable Développement des nouveaux produits,  
**Société Générale Securities Services**
- ▶ **Brice Masselot**,  
Adjoint au chef du bureau « Épargne et marchés financiers »,  
**Direction Générale du Trésor**
- ▶ **Vivien Lévy-Garboua**,  
Président du Comité de pilotage de Paris Europlace, Senior Advisor,  
**Direction Générale de BNP Paribas**. ■



## La nouvelle réglementation OPCVM IV, état des lieux et décryptage

par Guillaume Eliet,

Chef du service des Prestataires et des produits d'Épargne, Autorité des Marchés Financiers

Ce n'est pas la première fois que l'AMF participe à des conférences sur la Directive OPCVM IV. Mais l'exercice d'aujourd'hui est d'autant plus utile que nous nous situons à un moment charnière, puisque la quasi-totalité des textes, notamment les textes législatifs et le règlement général, sont en consultation. Le dernier livre du règlement général a été mis en consultation hier. Ainsi, une bonne partie du travail de transposition purement juridique est derrière nous, mais il reste malgré tout beaucoup de travail à accomplir côté régulateur, aussi bien que côté prestataires.

Le point très positif qui ressort de ce premier temps de la transposition est la grande qualité de dialogue entre les régulateurs et les professionnels dans ce travail.

Dès l'année 2010, nous avons commencé à travailler ensemble pour la mise en œuvre de UCITS IV, et un rapport de Place a ainsi permis de fixer les premières grandes orientations. Ce rapport, publié en juin 2010, a permis de fixer les bases et les axes de la transposition. Puis, nous avons travaillé ensemble pour constituer un texte qui ne fera pas totalement consensus sur tout, mais pour lequel un travail important de dialogue, puis d'arbitrage a été effectué.

Où en sommes-nous aujourd'hui? Quel est le calendrier? Quels sont les grands principes de cette Directive? Nous apporterons dans cette présentation des éléments de réponse à ces questions. **Revenons dans un premier temps sur les objectifs de la Directive.**

La Directive UCITS IV comprend 5 objectifs majeurs.

### 1. Simplification de la procédure de notification transfrontalière

L'objectif premier est celui de l'ouverture du marché des OPCVM européens, plus qu'il n'était ouvert jusqu'à présent. Un marché plus fluide, en particulier grâce à la simplification de la procédure de notification transfrontalière, qui est un élément technique mais qui constitue un vrai enjeu.

Jusqu'à présent les OPCVM étrangers qui souhaitaient être commercialisés sur le territoire français demandaient une autorisation de commercialisation à l'AMF. Demain la notification sera automatique, et donc les fonds ne passeront plus par un processus d'autorisation, mais bien par un processus de notification. Dès lors que le dossier transmis par les autorités de tutelle étrangères sera complet, l'AMF n'aura pas d'autre choix que de constater la liberté de commercialisation de ce fonds.

### 2. Autorisation des fusions transfrontalières d'OPCVM et des structures maître-nourricier

Le deuxième objectif de la Directive est de permettre à l'industrie de la gestion d'évoluer vers des OPCVM de plus grande taille pour assurer des moindres coûts aux investisseurs. Ce gonflement des OPCVM passe en particulier par des procédures de fusions de fonds transfrontalières, et aussi par la mise en place d'organismes maîtres et nourriciers entre fonds de nationalités différentes. Ces deux opportunités constituent de véritables nouveautés.

Nous anticipons d'ailleurs que la structure maître-nourricier sera un moyen très utilisé par les professionnels pour assurer une commercialisation européenne de fonds, avec un fonds maître géré dans un État et de multiples fonds

nourriciers de ce maître localisés dans les États de commercialisation. Finalement, c'est une forme d'alternative à la fusion, ou même d'alternative à l'autorisation de commercialisation traditionnelle des fonds étrangers en France.

### 3. Remplacement du prospectus simplifié par le DICI

Le troisième objectif de la Directive est d'assurer une meilleure information aux investisseurs. Le prospectus a beaucoup été critiqué quand bien même il s'appelait « simplifié ». Le nouveau document d'informations clé pour l'investisseur (DICI) est particulièrement simple: un document de deux pages qui présente les caractéristiques principales du fonds, et qui est l'unique document obligatoirement rédigé dans la langue de l'investisseur lorsque le fonds est commercialisé à l'étranger. Il s'agit donc d'un document capital qui doit faire l'objet d'un grand esprit de synthèse.

L'AMF a voulu publier assez tôt un guide de rédaction de ce DICI, afin de préparer l'industrie à ce basculement des fonds sous format prospectus aux fonds sous format DICI. En outre, nous avons proposé que le passage au DICI ne concerne pas uniquement les OPCVM coordonnés, mais qu'il s'applique également aux OPCVM non coordonnés à vocation générale. Nous évaluons entre 9 et 10000 les OPCVM existants devant passer au DICI.

### 4. Amélioration des mécanismes de coopération entre les autorités de surveillance nationale

L'objectif d'amélioration des mécanismes de coopération entre les régulateurs est bienvenu. Avec la fluidification de la circulation des fonds à travers l'Europe, nous allons évidemment

devoir échanger davantage avec nos homologues - et selon un rythme plus rapide - dans le but d'assurer entre nous un partage de compétences et une surveillance adéquate de la gestion.

### 5. Mise en place du passeport société de gestion

Elle a pour objectif de permettre à une société de gestion de créer un fonds dans un État où il n'est pas implanté, soit par le biais de la libre prestation de service, c'est-à-dire sans succursale, soit en créant une succursale en France.

### Quels sont les enjeux dans l'exercice de transposition ?

3 enjeux majeurs sont à distinguer.

#### 1. Une compétition totalement ouverte

Il existe un réel enjeu de compétitivité, puisqu'à partir du moment où les frontières en matière de gestion sont supprimées, nous devons construire une transposition qui ne pénalise pas la gestion française, et lui permette même d'en tirer avantage.

La compétition est un enjeu aussi au niveau purement interne. Nous avons souhaité harmoniser le DICI, c'est-à-dire offrir aux investisseurs qui souhaitent investir dans des fonds français un unique document d'informations, que les fonds soient coordonnés ou non coordonnés.

#### 2. Une protection des investisseurs par les règles de commercialisation

La « protection des investisseurs » est dans l'ADN de l'AMF, en particulier sur les sujets comme la gestion.

#### 3. Un positionnement à trouver pour les fonds non coordonnés

Nous avons historiquement une conception binaire entre les fonds à vocation générale, qui comprennent des coordonnés et des non coordonnés, et les fonds réservés à des investisseurs plus expérimentés et qualifiés, les fonds contractuels, les ARIA, etc. Dès lors que nous transposons une Directive qui ne s'applique théoriquement qu'aux fonds coordonnés, se pose la question de savoir ce que nous devons appliquer aux fonds à vocation

générale non coordonnés, qui sont des fonds très substituables ou souvent semblables aux fonds coordonnés. Faut-il étendre aux fonds non coordonnés des dispositions que la Directive impose aux fonds coordonnés, ou au contraire maintenir une catégorie de fonds à vocation générale non coordonnés, avec son identité et ses règles propres ?

Nous avons appliqué aux fonds non coordonnés beaucoup d'éléments de la Directive qui ne s'appliquent normalement qu'aux fonds coordonnés, tout en maintenant aussi certaines spécificités. Le sujet des fonds non coordonnés est donc un enjeu qu'il faut garder aussi à l'esprit.

### Quels sont les principes de transposition établis face à ces enjeux ?

4 principes majeurs ont été identifiés.

#### 1. Transposer littéralement la Directive

Toute tentative de « gold-plating » est très décriée par les professionnels, car si chaque État ajoute à la Directive, l'exercice aura été inutile. Nous nous sommes donc attachés à transposer littéralement la Directive, même si la tentation de faire plus qu'un « copier-coller » a pu parfois se faire sentir.

Différents types de tentations se présentent à nous :

► **La tentation du mieux.** Il s'agit d'essayer d'écrire mieux que la Directive n'a écrit ou que la traduction française n'a écrit, en donnant par exemple un sens à des concepts qui sont inconnus et que nous ne voulons pas reprendre sans apporter une substance derrière.

Pour illustrer cette tentation, nous pouvons prendre l'article 54-3 de la Directive en exemple, dans lequel ont été interdits les droits de souscription versés lorsqu'un fonds est investi dans un autre fonds géré par la même société de gestion. Cette interdiction est étendue aux fonds gérés par la même société de gestion, mais aussi aux fonds gérés par une société de gestion qui appartient à une « communauté de gestion ». La notion de « communauté de gestion », nous a gênés et deux options se sont offertes à nous : mettre

« communauté de gestion » dans les textes sans se soucier de ce que cela voulait dire, ou essayer de donner un sens au concept. Nous avons donc tenté de donner un sens en traduisant « communauté de gestion » par « délégation de gestion ».

► **La tentation du vrai-faux « gold-plating ».**

Il s'agit de reprendre des éléments qui nous semblent évidents mais qui ne sont pas inscrits dans la Directive, sans pour autant briser l'harmonie européenne ou créer des contraintes.

Par exemple, la Directive ne spécifie pas que les autorités de tutelle analysent la stratégie d'investissement des fonds qu'ils agréent, et nous avons choisi de l'insérer. Pourquoi est-ce « du vrai-faux *gold-plating* » ? Il est inscrit dans la Directive que l'AMF agréé en prenant uniquement en considération le règlement du fonds, mais elle ne spécifie pas ce qu'il y a dans le règlement du fonds. Si nous ne voulons pas que l'AMF inscrive dans son règlement général qu'elle regarde la stratégie d'investissement, l'alternative pour nous est donc de demander que la stratégie d'investissement du fonds soit présente dans le règlement du fonds.

► **La tentation du vrai *gold-plating*.** Le vrai *gold-plating* peut par exemple correspondre à l'application aux OPCVM non coordonnés de dispositions uniquement applicables aux fonds coordonnés selon la Directive. Mais ajouter des règles aux fonds non coordonnés n'est nullement une atteinte à l'harmonisation européenne car il s'agit précisément de fonds qui ne circulent pas en Europe.

#### 2. Renforcer la lisibilité du cadre juridique français

L'idée est de profiter de la Directive pour renforcer la lisibilité du cadre juridique français, car les sociétés de gestion passent aujourd'hui beaucoup de temps à éplucher le Code Monétaire et Financier, le décret sur les ratios, et le règlement général de l'AMF.

Plusieurs types d'actions sont envisageables à ce niveau-là :

► Distinguer plus clairement dans les textes - et d'abord dans la Loi - les OPCVM coordonnés des OPCVM non coordonnés afin d'avoir véri-



## La nouvelle réglementation OPCVM IV, état des lieux et décryptage

tablement deux parties, comme elles existent au Luxembourg.

- ▶ Proposer la fusion des ARIA à effet de levier et sans effet de levier, afin de n'avoir qu'une seule catégorie d'ARIA.
- ▶ Faire disparaître les FCIMT qui sont très peu nombreux, même si ceux qui existent seront probablement maintenus.

Par ailleurs, nous allons continuer à publier beaucoup de doctrine pour que notre cadre juridique soit plus lisible, plus complet, et que la façon dont les autorités de tutelle interprètent les textes soit mieux connue. Nous avons d'ores et déjà publié le guide de rédaction du DICI, et un guide sur la commercialisation des fonds.

### 3. Assurer une meilleure protection des investisseurs

Nous profitons du travail de transposition de la Directive pour transposer certains de nos principes sur la commercialisation dans nos textes. Ainsi, comme il a été dit, nous avons élargi le DICI à des OPCVM non concernés par la Directive OPCVM IV. Nous réfléchissons également à la question du suivi des distributeurs et à leur rémunération.

### 4. Renforcer la compétitivité des produits et des sociétés de gestion de portefeuille

- ▶ La Directive octroie un délai d'agrément de deux mois aux autorités alors que nous maintenons notre délai d'agrément à un mois.
- ▶ Nous maintenons notre procédure d'agrément par analogie à huit jours alors qu'elle n'est pas prévue par la Directive.
- ▶ Nous avons travaillé sur une clarification des sujets de gestion du passif et d'acceptabilité des ordres directs pour améliorer la compétitivité de nos fonds à l'étranger.

### Comment avons-nous transposé la méthode rédactionnelle ?

La majorité des textes a été préparée au sein des équipes de l'AMF, en constante collaboration avec la Direction Générale du Trésor. Nous avons aussi instauré un échange avec les associations professionnelles, qui permet d'avancer point par point, et de sauvegarder plusieurs

points de transposition pour éviter des retours sur des choix ou des orientations.

### Le calendrier

Une transposition au plus tard le **1<sup>er</sup> juillet 2011**

- ▶ Le Code Monétaire et Financier
  - La consultation a été achevée le 11 février 2011 pour les OPCVM conformes à la Directive.
  - La consultation a été achevée le 23 mars 2011 pour les autres OPCVM.
- ▶ Le règlement général de l'AMF
  - Consultation du Livre III jusqu'au 13 mai 2011
  - Lancement du Livre IV du 11 mai jusqu'au 6 juin 2011.

Nous sommes aujourd'hui dans la phase de consultation publique, puis les arbitrages suivront, l'idée étant d'achever la transposition au plus tard le 1<sup>er</sup> juillet 2011. L'ordonnance doit encore être présentée au Conseil d'État.

Il reste néanmoins un travail important à réaliser sur les instructions en matière de création d'OPCVM de maître-nourricier car la réglementation ne s'arrête pas au règlement général. Elles ne devraient pas être officiellement publiées le 1<sup>er</sup> juillet, simplement parce qu'elles ne pourraient pas être publiées avant le règlement général lui-même. Nous essaierons de faire circuler des *drafts* qui se transformeront en instructions officielles pour ne pas bloquer les créations de fonds dans une période intermédiaire.

### Quels sont les impacts de la Directive pour les différents acteurs ?

#### 1. Impact pour les fonds coordonnés

- ▶ Les textes rendent désormais possible la création de SICAV sous forme de SAS, qui vise à accroître la compétitivité des fonds français.
- ▶ Le capital minimum des SICAV et des FCP est aligné sur le montant de 300 000€, qui est une innovation majeure dans la mesure où le montant minimal du capital d'une SICAV était fixé à 8 millions d'euros auparavant, permettant une mise en œuvre plus facile de l'outil SICAV. Les SICAV sont des instruments adaptés à la commercialisation à l'étranger, parce que la forme sociétale est une forme

reconnue dans tous les États, alors que le fonds commun de placement s'exporte moins bien.

- ▶ Le « ratio poubelle » est appliqué aux OPCVM coordonnés et engendre plusieurs effets collatéraux. En effet, les OPCVM coordonnés ont dans leurs actifs des produits dont il faudra que les fonds se dessaisissent, mais nous souhaitons leur laisser le temps nécessaire pour que cela se passe sans trouble pour ces OPCVM et pour le marché.
- ▶ Des *guide-lines* ESMA sur les fonds à formule seront très prochainement transposés dans une instruction. Le calcul du risque global pour les fonds à formule est différent de la méthode de calcul utilisée jusqu'alors. Les fonds à formule perdent une de leurs caractéristiques, qui était l'obligation d'avoir une garantie de la formule.

#### 2. Impact pour les sociétés de gestion

Les impacts pour les sociétés de gestion sont moins importants. Nous essayons d'améliorer les modalités d'agrément en publiant des programmes d'activités allégés, des grilles d'agrément refondues, et bientôt sera disponible une doctrine sur la rédaction des programmes d'activités. Elle abordera notamment des sujets sur la délégation, et sur les aménagements aux règles d'organisation sur la mutualisation d'entités appartenant à un même groupe.

#### 3. Impact pour les dépositaires

Nous avons procédé à un alignement des obligations du dépositaire sur l'exact contenu de la Directive UCITS IV, ce qui n'est pas sans effet : nous avons supprimé le principe selon lequel le dépositaire est cofondateur de l'OPCVM. Désormais, le fonds sera créé à l'initiative de la société de gestion, et le dépositaire sera un prestataire du fonds. D'autre part, les missions de contrôle du dépositaire sont détaillées dans une liste exhaustive. Enfin, le dépositaire dans les textes n'est plus le liquidateur obligé d'un fonds en liquidation. On laissera désormais la possibilité de choisir la personne qui semble être la plus qualifiée. ■



## Questions-réponses

Concernant la nouvelle typologie des fonds, les ARIA seront simplifiés, les FCIMT disparaîtront, mais la présentation du Comofi, pour les fonds non coordonnés, fait une distinction entre les fonds tous souscripteurs et les fonds déclarés à l'AMF. Les acteurs de la Place réagissent-ils à cette classification? Aujourd'hui, quelle position a-t-elle été retenue entre la proposition de l'AMF, et la proposition de la Place qui soutient une typologie des fonds par nature d'actifs?

### **Brice Masselot**

La question de la classification est un vrai sujet d'amélioration de la lisibilité de notre réglementation, car aujourd'hui, le Code Monétaire et Financier est segmenté en 12 sous-sections qui correspondent à des catégories représentant chacune des encours relativement limités. Le modèle luxembourgeois semble performant, mais on doit l'adapter à la France car des OPCVM non coordonnés sont commercialisés

auprès du grand public en France, et pas au Luxembourg.

Ainsi, la grande architecture se fera entre les OPCVM coordonnés et les OPCVM non coordonnés, qui comprendront des véhicules tous souscripteurs. Nous distinguerons également des véhicules réservés à des investisseurs qualifiés qui peuvent être soit agréés par l'AMF, soit déclarés à l'AMF. En lisant le Code Monétaire et Financier nous aurons donc une gradation des produits les plus sûrs vers les produits à risques.

Au sujet des distributeurs et de leur rémunération, vers quoi nous orientons-nous?

### **Guillaume Eliet**

Cette réflexion est liée aux échanges sur la Directive MIF, puisque la question de la rémunération des distributeurs est posée par la Commission européenne dans le cadre de sa réflexion sur la transformation de la MIF.

Dans notre logique, les distributeurs qui touchent une rémunération quand l'investisseur reste dans le produit doivent fournir un service à cet investisseur tant qu'ils touchent cette rémunération, et assurer à l'investisseur une pleine transparence sur cette rémunération. À certains moments-clés de la vie de l'OPCVM, le distributeur doit avoir une mission spécifique, en particulier lorsque l'OPCVM fait l'objet d'une fusion rendue possible par la Directive OPCVM IV, qui peut changer la stratégie et le profil de risque du fonds.

Il nous semble que le modèle de rémunération des distributeurs tel qu'il existe aujourd'hui en France, c'est-à-dire une rétrocession du producteur vers le distributeur, peut être préservé. La rémunération sera d'autant mieux préservée qu'elle peut être justifiée par une véritable prestation de services tout au long de la vie du fonds.



## Environnement et impacts de UCITS IV

par Joseph Florentin,  
Associé, Eurogroup

Nous allons aborder aujourd'hui le terrain de jeu réglementaire de UCITS IV. Comment les différents acteurs ont-ils l'intention de s'en servir, de s'y adapter, de s'y préparer à quelques semaines du démarrage?

L'étude de l'impact UCITS IV fait suite à une première étude au niveau européen d'Eurogroup sur l'impact pré-MIF. En résumé, les Français étaient principalement préoccupés par la protection de l'investisseur, les Allemands par l'*inducement* et les relations entre les gestionnaires et les déposataires et les Anglais par les connexions à Turquoise.

En est-il de même de cette diversité européenne pour UCITS IV? Sur le terrain européen, les différents acteurs vont-ils appliquer des stratégies différentes? Selon le niveau de maturité des pays? Selon le niveau de taille de la gestion dans les pays? Il y a 50 000 fonds en Europe dont 37 000 UCITS contre 8 000 aux États-Unis: comment vont bouger le panorama et les acteurs?

Nous avons abordé ces questions via une étude européenne en deux volets:

- ▶ Nous avons enquêté auprès d'*asset managers* et de *services providers*, donc des fonds administrators, des déposataires, pour savoir comment ils analysent la réforme en termes d'impact sur leur business et quelles sont leurs ambitions stratégiques.
- ▶ Au niveau du marché européen des fonds, existe-t-il des pays plus attractifs que d'autres? Quels sont les pays qui seront facteurs de développement, facteurs d'importation ou d'exportation de l'activité de gestion de fonds?

Dans le spectre de l'étude, nous avons pris 10 pays d'Europe impactés par la réforme, dont des pays d'Europe centrale comme la Pologne, mais en ôtant l'Espagne dont les chiffres ne sont pas

toujours totalement fiables.

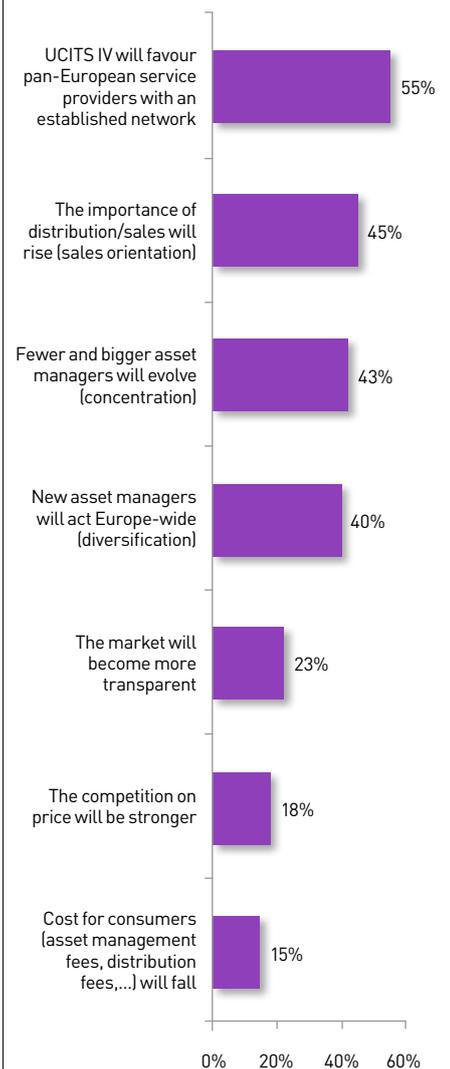
Pour cette étude, nous avons obtenu 80 réponses à la fois chez les *asset managers*, et chez les *services providers, custodians et funds admin*. Deux points importants sont à noter:

- ▶ Les personnes interviewées ont répondu de manière exhaustive au questionnaire, et représentent presque 50 % de l'industrie de la gestion en Europe. L'étude a été réalisée au dernier semestre 2010, moment charnière où les réflexions sur la réforme se sont intensifiées pour la comprendre, pour savoir quelles actions mener, et dans quelle direction aller.
- ▶ Nous avons essayé d'obtenir un panachage global des acteurs, à la fois des gros et des petits acteurs internationaux et domestiques, de manière à avoir une représentativité la plus large possible.

Dans l'anticipation de la réforme, la première question posée était: **Quelles sont les conséquences de la réforme, tant du côté efficacité de l'industrie de la gestion que du côté efficacité de la distribution? L'investisseur final va-t-il en profiter?**

- ▶ L'ensemble des acteurs considère que l'investisseur final, le client donc, sera sûrement le moins impacté par la réforme, en ce qui concerne en tout cas la baisse des coûts. En effet, il ressort de l'étude que cette réforme ajoute des éléments de complexité qui ont un coût réglementaire, et c'est la raison pour laquelle à très court terme les investisseurs n'en bénéficieront pas.
- ▶ Les *asset managers* considèrent que le plus gros impact est du côté des *services providers*, c'est-à-dire chez leurs partenaires qui les aident dans la distribution des fonds, dans la valorisation des fonds *cross-border*, et qui

### What are the expected consequences of UCITS IV for the European fund industry as a whole?



devront les accompagner dans leur stratégie européenne.

- ▶ Le deuxième point important consiste dans le fait que les *asset managers* pensent que cette réforme facilitera uniquement la distribution des fonds, car dans leurs stratégies marketing et commerciale, ils sont déjà implantés dans les pays où ils désiraient aller.
- ▶ Le troisième point concerne les logiques de concentration. La concentration est bien évidemment favorisée par la réforme, mais les personnes interrogées considèrent que les grandes structures de gestion ne sont pas très internationales, et finalement la fusion des grandes sociétés de gestion en Allemagne, en France, ou autre, est déjà rationalisée.
- ▶ La réforme nous permettra-t-elle d'avoir des gammes plus européennes? 40 % des personnes interrogées considèrent qu'ils pourront construire des gammes et se diversifier grâce à la réforme.
- ▶ Le marché va-t-il devenir plus transparent? Seulement un quart des *asset managers* répondent positivement.
- ▶ Enfin, 18 % des sondés estiment que la Directive entraînera une compétition sur les prix entre les différents acteurs.

En conclusion, les grands acteurs de l'*asset management* sont finalement plutôt sceptiques sur les impacts réels de cette réforme. Aujourd'hui, la préoccupation à très court terme des acteurs est de se préparer à la réforme, en particulier sur la partie juridique (DICI...), mais globalement nous remarquons une attitude attentiste, prudente et réactive sur les stratégies, de manière à observer dans un premier temps les acteurs qui bougent et leur direction avant de se lancer. Sur les 80 *asset managers* interrogés, aucun n'a fait part d'une stratégie agressive dans la distribution à l'étranger, ni pour racheter une société de gestion de manière *crossborder*, pour les fusionner ensuite et mettre en place des gammes sur les 27 pays d'Europe.

Rentrons désormais plus dans le détail de chacun des points évoqués. En premier lieu, **UCITS IV est-il un outil efficace pour se développer à l'international? Si oui, dans quels pays?**

- ▶ Peu de personnes interrogées considèrent la

réforme comme une aide dans leur stratégie de développement international, puisque sur les grands *asset managers* qui ont donc déjà une dimension internationale, seulement dix ont affirmé vouloir se développer à l'international grâce à la réforme. Il est intéressant de noter que sur ces dix-là, nombreux sont français, et manifestent une agressivité plus forte que leurs homologues dans les différents pays européens.

- ▶ Dans un contexte de stratégie internationale, quels seraient les pays dans lesquels les acteurs souhaiteraient s'implanter ou distribuer des fonds? Deux zones en Europe ressortent très clairement, il s'agit de l'Europe centrale et des pays scandinaves. Compte tenu de la taille du marché, du savoir-faire, et de l'épargne, les acteurs considèrent que UCITS IV peut être utile pour commercialiser des fonds dans ces pays-là. Les grands marchés comme la France intéressent moins les acteurs, car aujourd'hui sur ces marchés, la compétition est déjà forte, la pénétration du marché difficile, et la problématique des relations entre les réseaux et les gestion-

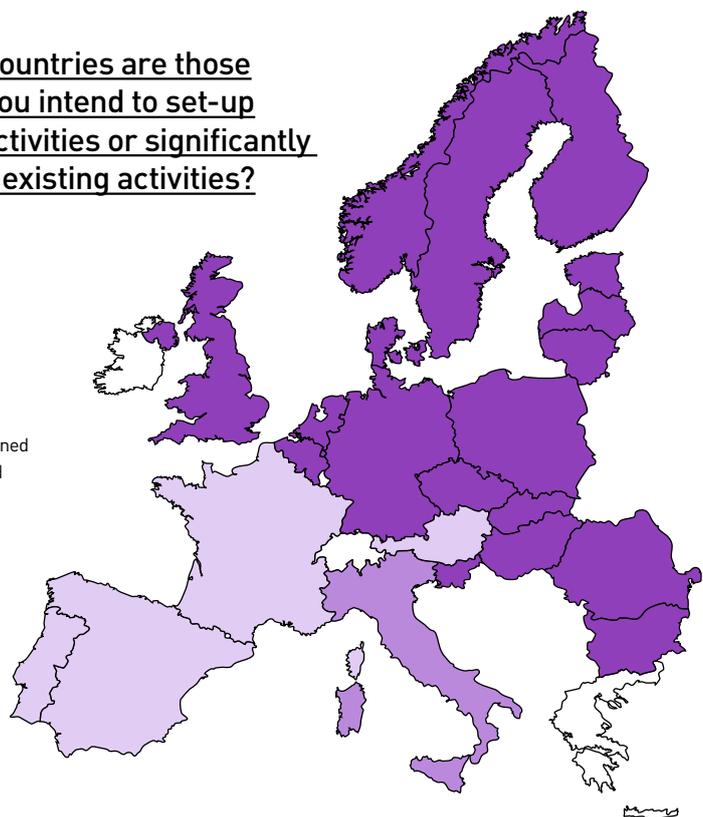
naires réelle. Si les acteurs avaient dans leur stratégie une implantation en France ou en Allemagne, les deux plus grands marchés en Europe, ils l'auraient déjà fait, sans l'aide de UCITS IV.

**Avec les deux nouveaux instruments mis en place par la Directive que sont à la fois les fusions transfrontalières des sociétés de gestion, et la capacité de création des master feeders, quels sont les leviers utilisés?**

10 % des acteurs considèrent avec certitude qu'ils commenceront à faire des fusions de sociétés de gestion, 46 % se posent la question d'une manière réactive, et 44 % considèrent que la Directive n'aura aucun impact sur les fusions transfrontalières. En effet, nous avons souvent obtenu la réponse selon laquelle les structures aujourd'hui ne sont pas suffisamment internationales et diversifiées pour se poser légitimement la question des fusions. Ainsi, les fusions ne constituent pas le levier principal dans la stratégie européenne de distribution des fonds. En revanche, l'utilisation des *master feeders*

**Which countries are those where you intend to set-up new sales activities or significantly develop existing activities?**

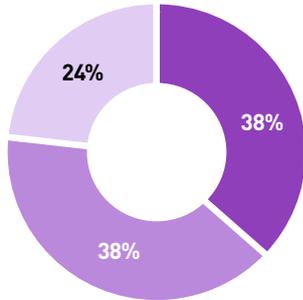
- Frequently mentioned
- Usually mentioned
- Rarely mentioned
- Never mentioned





Environnement et impacts de UCITS IV

**Do you plan to implement master-feeder fund structures on a European level?**



- Yes we will definitely implement master-feeder fund structures
- We are studying the possibility of master-feeder structures
- No, we won't implement master-feeder structures

est largement plébiscitée. Quelles utilisations concrètes les *asset managers* font-ils de cette opportunité? Elles sont de deux niveaux:

- ▶ La réforme permettra de rationaliser de manière efficace des gestions, tout en conservant localement les *brandings* et les bons positionnements. Seraient donc conservées la structure juridique, l'image et la connaissance auprès du public, mais la gestion au niveau du *master* serait simplifiée, ce qui offre une source forte d'efficacité.
- ▶ Le deuxième niveau est plus commercial et agressif. La logique *master feeder* permet de faire bénéficier le *feeder* de la performance et du *track-record* du *master*, et donc d'avoir une politique de commercialisation relativement agressive dans un pays. Elle constitue donc la principale mesure de type développement commercial sur le plan international que les acteurs souhaitent utiliser.

**Le passeport apparaît comme un des grands enjeux de la réforme, mais les *asset managers* le considèrent-ils comme un véritable sujet?**

Les chiffres sont éloquentes puisque deux tiers des *asset managers* apportent une réponse négative. Néanmoins, lorsque nous creusons les réponses en demandant si la réforme permettra de modifier des fonctions, nous obtenons deux types d'opportunités de changement.

- ▶ D'une part, la réforme permettra de concier

lier des entités légales, et de réfléchir à des manières d'optimisation.

- ▶ D'autre part, les fonctions dans la partie *fund admin* pourront être centralisées grâce à la réforme. Effectivement, 57 % des personnes interrogées affirment que la centralisation des fonctions portera sur le *fund admin*.

Où les acteurs ont-ils l'intention de centraliser leurs fonctions? La question du niveau d'attractivité de la Place et de la réglementation est alors primordiale. Deux tiers des personnes interrogées pensent centraliser leurs fonctions dans leur pays d'origine, puisque c'est l'endroit où la masse, la taille, les équipes et les systèmes d'information sont les plus importants. Ensuite, presque une société sur deux choisit le Luxembourg comme destination pour centraliser les fonctions en dehors du pays d'origine. C'est pourquoi le Luxembourg essaie d'être le plus attractif possible dans ce jeu de concurrence qui s'ouvre aujourd'hui.

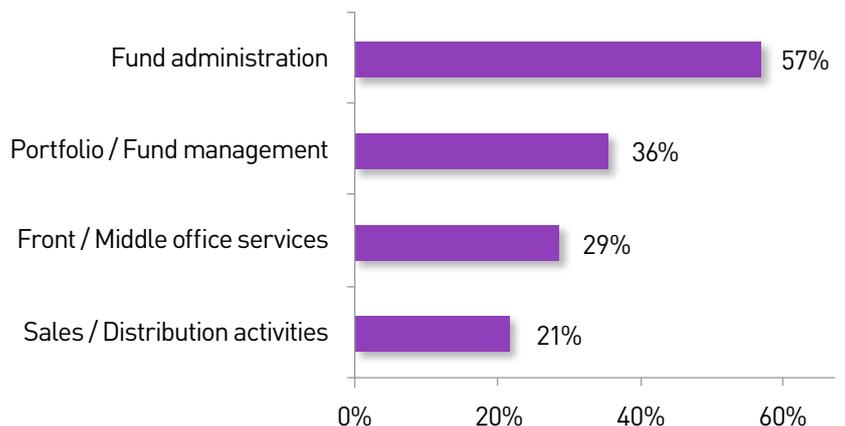
Nous avons ensuite posé la question aux *service providers* pour avoir l'effet miroir des gestionnaires qui attendent beaucoup de leur *service provider* dans l'accompagnement de cette réforme au niveau européen : **la réforme offre-t-elle des opportunités? Si oui, dans quelles directions?**

Les trois quarts des *services providers* considèrent que la réforme aura un impact important chez eux, et bien évidemment ils anticipent et se préparent à ces évolutions, notamment en matière d'accompagnements juridiques et d'accompagnements en termes de *coverage*. L'*asset manager* qui souhaite distribuer des fonds en Pologne attendra que son *service provider* soit en Pologne pour y commencer ses activités, afin d'avoir des garanties sur l'infrastructure, la réglementation, la transposition, voire éventuellement dans la préparation et l'enregistrement des KIID. D'ailleurs, au moment où l'étude a été réalisée, l'attente des *asset managers* était très forte sur le plan juridique, particulièrement sur la structure du KIID, mais désormais plusieurs documents standards ont été publiés et cette attente est retombée.

Sur la partie gamme de produits, les *service providers* peuvent aider dans ce qui est construction des *masters feeders*. Ainsi, des nouvelles offres sont en train de se monter, appelées *packages master feeder*, pour être capables par rapport à un master donné d'accompagner la distribution dans plusieurs pays. Les *services providers* y découvrent aussi un moyen d'avoir des commissions complémentaires, et c'est un point sur lequel les acteurs de la gestion et des services titres commencent à travailler.

Enfin, sur l'organisation, les *asset managers* n'ont pas d'attente particulière envers leurs *ser-*

**When you think about centralisation of functions, which functions may be centralised?**



vices providers, qui, eux-mêmes n'attendent pas d'être très impactés par les demandes de leurs clients à ce sujet-là.

Nous pouvons donc constater globalement un *mirroring* entre les attentes des sociétés de gestion et les attentes des opérateurs professionnels.

**Avec la Directive UCITS IV, nous avons un nouveau terrain de jeu, avec des nouvelles règles du jeu, et un jeu qui s'est lui-même fluidifié, mais dans quels pays les nouvelles stratégies commerciales pourront-elles concrètement se décliner?**

Nous avons construit un baromètre pour évaluer la structure du marché de la gestion locale-ment en nous appuyant sur trois critères :

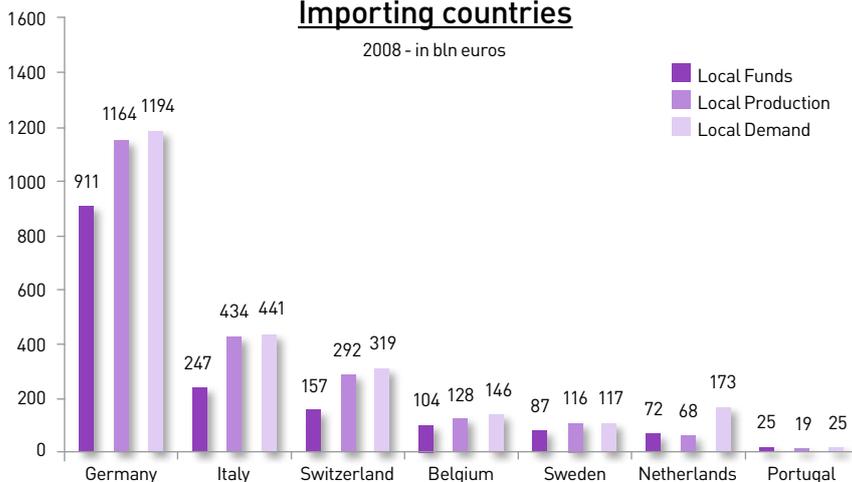
- ▶ Combien y a-t-il de fonds nationaux enregistrés dans un pays? L'Allemagne a par exemple 911 milliards de fonds de droit allemand. Cela concerne donc l'industrie locale.
- ▶ Combien gère d'encours l'industrie de la gestion dans un pays? Il s'agit par exemple de la capacité de l'industrie de la gestion allemande à gérer indépendamment des fonds de droit allemand des fonds de droit de pays étrangers. Cela concerne donc la capacité de gestion locale.
- ▶ Y a-t-il un équilibre entre la capacité de la

gestion dans le pays concerné, et les besoins des clients à investir dans ces produits-là? Cela concerne donc la demande et les portefeuilles des clients.

Ainsi, il est intéressant d'identifier les pays dans lesquels il existe un décalage important entre les besoins des clients en termes d'appétence sur des produits de gestion collective et la capacité de l'industrie locale à répondre à ces besoins soit en termes de gestion, soit en termes de produits. Certains pays comme l'Allemagne sont importateurs, d'autres comme la France sont plutôt équilibrés car les fonds de droit français, la capacité des gestionnaires français et les attentes des investisseurs français, sont à peu près à l'équilibre, le delta étant souvent compensé par des fonds luxembourgeois. On remarque notamment que la France et l'Allemagne sont de très loin les deux plus grands pays en termes de gestion de fonds locaux.

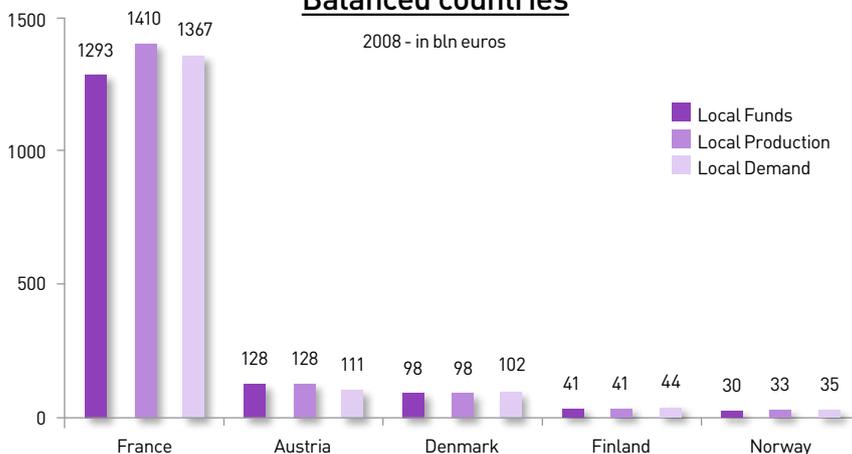
### Importing countries

2008 - in bln euros



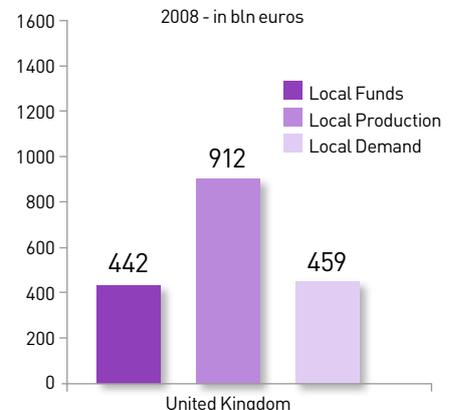
### Balanced countries

2008 - in bln euros



### Exporting countries

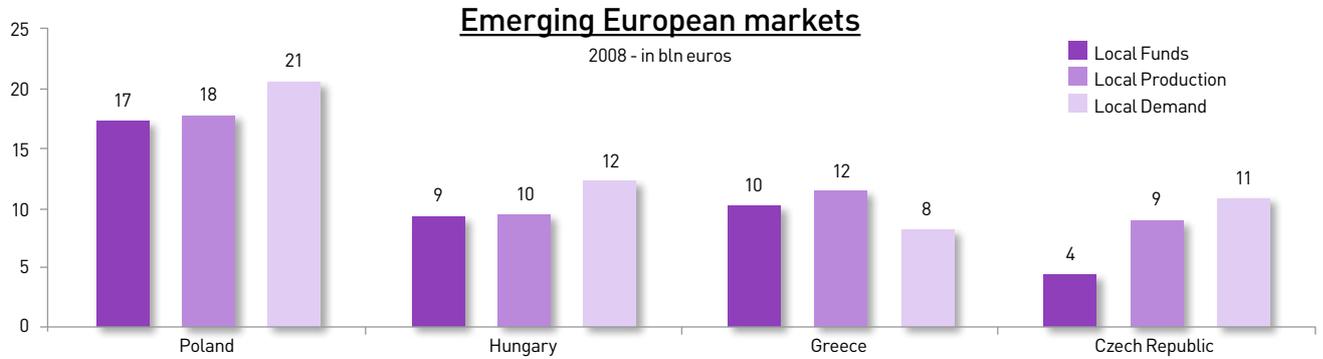
2008 - in bln euros



Le Royaume-Uni est, quant à lui, un élément relativement hybride en Europe, puisque le marché domestique est peu développé. La gestion discrétionnaire, la gestion sous mandat ou de titres directs en Angleterre est effectivement beaucoup plus importante. En revanche, il y a une industrie de gestion dans laquelle se concentrent beaucoup de fonds irlandais et de fonds alternatifs, qui ne sont ni distribués ni consommés localement. La Place de Londres gère donc non pas des fonds de droit anglais mais bien des fonds de droit étranger, et c'est pourquoi la Place de Londres est fortement internationalisée.



Environnement et impacts de UCITS IV



Les pays pour lesquels de nombreux acteurs accordent de l'intérêt sont les pays émergents d'Europe. Dans ces pays, l'appétence des investisseurs locaux est supérieure à la capacité de gestion. La Pologne a par exemple 21 milliards d'encours de gestion alors que l'industrie locale, pour des produits à la fois locaux et internationaux, ne sait gérer que 18 milliards d'encours. Les Polonais sont donc contraints d'acheter des produits en dehors des gérants polonais, créant un manque à gagner annuel de 2 à 3 milliards euros d'encours.

UCITS IV offrira une opportunité de distribuer des produits dans les pays d'Europe centrale, car la barrière à l'entrée sera réduite dans ces pays où il existe un décalage entre l'appétence des citoyens et la maturité de leur gestion locale. L'idée est donc d'essayer de combler ce déficit d'offre par rapport à la demande, même si ce ne sont pas de très grands marchés.

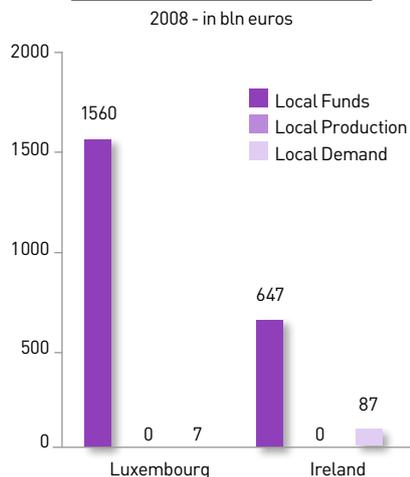
En ce qui concerne le Luxembourg et l'Irlande, le marché local au sens on-shore est presque inexistant.

En essayant de représenter les différents pays d'Europe sur deux axes, en termes de taille de marché d'une part et d'attractivité du marché d'autre part, on remarque qu'effectivement certains gros marchés ne sont pas très attractifs au sens UCITS IV du terme, puisqu'ils sont bien équilibrés en termes de profil, entre la gestion locale, l'offre locale et la demande locale. D'autres pays, comme les pays d'Europe centrale, se démarquent avec une forte croissance, mais des petits volumes. L'Italie est un pays à

part, puisque jusqu'à maintenant le régime fiscal appliqué était très intéressant pour les OPCVM étrangers, faisant de l'Italie un pays très attractif. Toutefois dans les années à venir, l'attractivité italienne risque de s'estomper.

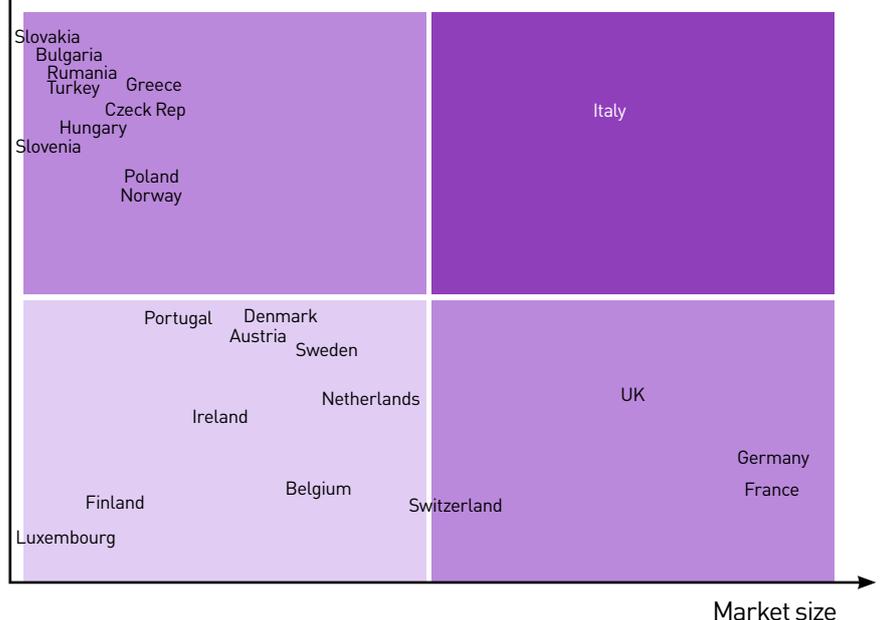
Pour conclure, nous pouvons faire une transition avec UCITS V. Le point à ne pas oublier est que 25 % des fonds UCITS sont distribués en dehors de l'Europe. UCITS V sera alors un outil pour renforcer l'image de marque UCITS dans le monde et accélérer la distribution des fonds UCITS en dehors de la zone européenne, et c'est en effet un des enjeux d'évolution capital pour ce type d'activité. ■

### Distribution countries



Expected growth in market size

### Competition should remain strong have opportunities appear to be limited





## Les évolutions en cours sur les fonds non coordonnés

par **Stéphane Puel**,  
Avocat Associé, cabinet Gide Loyrette Nouel

Je voudrais tout d'abord remercier tous les intervenants de cet après-midi, Marcel Roncin et l'AFTI en général de nous avoir permis de nous associer à cette belle manifestation.

4 chiffres peuvent nous aider à analyser la gestion alternative :

- ▶ L'industrie des fonds à l'échelle européenne représente 8 000 milliards d'euros.
- ▶ L'industrie des fonds en France représente 1 500 milliards d'euros.
- ▶ L'industrie mondiale des hedge funds représente 1 500 milliards d'euros.
- ▶ Le nombre de pages consacrés à AIFM dans Google s'élève à 63.

À la vue de ces chiffres, deux constats ressortent sur la gestion alternative :

- ▶ La gestion alternative représente aujourd'hui une part faible des encours mondiaux des investisseurs.
- ▶ La gestion alternative devient de plus en plus indissociable de la gestion traditionnelle, en ce sens que la gestion alternative, notamment la gestion des fonds non coordonnés, est devenue un enjeu politique, un enjeu de politique économique et un enjeu de communication politique.

### Le « Big Bang » réglementaire dans le domaine des fonds non coordonnés

Suite à la crise, le monde des fonds non coordonnés connaît aujourd'hui un double choc que nous appelons « Big Bang » réglementaire. En effet, pour la première fois dans l'industrie des fonds d'investissement, nous assistons à la fois à une réforme profonde de la demande, et une réforme profonde des acteurs et de l'offre.

#### 1. Modification de la demande : Solvency II, Bâle III

La réforme profonde de la demande est visible au niveau européen à travers les réformes en cours sur Solvency II et Bâle III, mais également aux États-Unis avec la règle Volcker. Ces projets ont eu deux conséquences majeures :

- ▶ La première conséquence en Europe a été l'attentisme des investisseurs institutionnels qui ont arrêté d'investir en gestion non coordonnée dans l'attente d'une clarification de certains principes.
- ▶ La deuxième conséquence à moyen/long terme est la pénalisation de l'investissement dans les fonds alternatifs, en particulier à travers la règle Volcker qui interdit certaines catégories d'investisseurs institutionnels.

Ainsi nous observons un double mouvement :

- ▶ Un afflux de capitaux vers les UCITS ou les UCITS sophistiqués qui forment le juste milieu entre la gestion alternative et le monde des fonds coordonnés.
- ▶ Aujourd'hui, la levée des grands fonds de gestion alternative, et notamment des grands fonds de *Private Equity*, s'établit hors Europe.

#### 2. Révolution de l'offre : AIFM

Le deuxième élément de ce « Big Bang » est la révolution de l'offre. Nous sommes effectivement passés d'une régulation légère à une régulation extrêmement forte et ambitieuse.

Ainsi, AIFM comprend trois passeports : le passeport des fonds, le passeport des sociétés de gestion et le passeport des fonds des pays tiers, gérés le cas échéant par des gestionnaires situés dans les pays tiers. Quatre Directives UCITS auront été nécessaires pour établir le passeport des sociétés de gestion, alors qu'une seule

Directive AIFM aura été nécessaire pour réunir en un seul texte un passeport des sociétés des fonds et un passeport des pays tiers.

Lenjeu politique se décline de trois façons :

- ▶ À travers la Directive AIFM, pour laquelle les prises de positions sont multiples dans les différents pays européens.
- ▶ À travers le Dodd-Frank Act, qui constitue la plus grande réforme de l'industrie financière aux États-Unis depuis les années 30.
- ▶ À travers le G20 présidé par la France, et pour lequel l'AMF a souhaité rendre publics des chantiers à explorer.

En analysant les évolutions réglementaires et fiscales sur les fonds non coordonnés, nous pouvons noter deux échéances : une échéance immédiate à travers la transposition de UCITS IV dont découlent des effets collatéraux non négligeables sur les fonds non coordonnés, notamment en France avec une volonté de promouvoir la Place de Paris ; et une échéance à terme à travers la Directive AIFM, le Dodd-Frank Act et les réglementations du G20.

Les modifications immédiates sont de trois ordres :

- ▶ Les modifications générales apportées aux fonds coordonnés/non coordonnés de manière indifférenciée, qui participent grandement à la compétitivité de la Place.
- ▶ Les réformes strictement applicables aux OPCVM non coordonnés.
- ▶ Une partie des réformes applicables également aux OPCI.



Les évolutions en cours sur les fonds non coordonnés

## I. Les modifications apportées à l'occasion de la transposition de la Directive UCITS IV

### A. Améliorations générales applicables à tous les fonds

#### 1. La lisibilité : la refonte de la Partie II du COMOFI

Comme il a déjà été dit, l'organisation de notre Code Monétaire et Financier en couches successives le rend opaque pour les Français voire illisible pour les étrangers.

Ainsi, la volonté du Trésor et de l'AMF est de modifier le livre 2 du COMOFI, afin de basculer sur le modèle luxembourgeois en distinguant d'une part les OPCVM conformes, et d'autre part les OPCVM non conformes. Pour les OPCVM non conformes, il s'agit de les classer en trois strates :

- ▶ Les OPCVM tous souscripteurs agréés par l'AMF.
- ▶ Les OPCVM agréés par l'AMF et réservés à certains investisseurs.
- ▶ Les OPCVM réservés à certains investisseurs et déclarés à l'AMF.

La lisibilité est un enjeu majeur pour la promotion de la Place, et pour sa compétitivité.

#### 2. La gouvernance et la flexibilité : la création de Sicav sous forme de SAS

La promotion de la gestion à l'étranger n'est possible qu'à travers deux éléments capitaux :

- ▶ La vente d'un produit juridiquement compréhensible par des investisseurs étrangers, notamment par les investisseurs anglo-saxons. La forme sociétaire est alors plus simple à expliquer qu'une forme de FCP, pour lequel la construction juridique reste compliquée, même parfois pour un juriste de droit civil.
- ▶ La capacité de pouvoir répondre aux investisseurs institutionnels, notamment en matière de gouvernance et d'organisation de la gouvernance. En effet, les crises ont provoqué un haut niveau de prudence de la part des investisseurs institutionnels en termes de gouvernance.

Dans ce cadre-là, la création de SICAV sous forme de SAS est un progrès formidable pour trois raisons :

- ▶ Les formes de convocation et les formes de gouvernance sont beaucoup plus allégées pour les prestataires.
- ▶ L'organisation de la gouvernance est plus libre, car la SAS permet la création des organes de gouvernance souhaités, et de leur pouvoir souhaité, sous réserve du respect du principe d'indépendance de la gestion. Ainsi, les missions ne sont pas légalement définies par un conseil d'administration ou un conseil de surveillance contraignants.
- ▶ La SAS permet de contractualiser dans les statuts, et ainsi de donner une force juridique aux rapports entre associés. Cela concerne la préemption, l'agrément, et toute l'organisation des rapports entre associés qui prévalent dans les fonds institutionnels.

#### 3. La fiscalité : le « couponnage des SICAV »

Jusqu'à présent, d'un point de vue fiscal, il existait une distinction entre SICAV et FCP. En effet, le FCP avait une transparence fiscale totale, c'est-à-dire qu'il devait redistribuer à ses porteurs des revenus de même nature qu'au moment où ils ont été perçus par le FCP. Or, la SICAV recevait des revenus de nature différente, que ce soit des intérêts, des dividendes, ou autre. Cette distinction constituait un handicap non négligeable pour l'investissement des étrangers dans les fonds français.

Une instruction administrative, prise au mois de mars dernier, corrige ce principe, et aligne le régime fiscal des SICAV sur celui des FCP. Désormais, les revenus perçus par les SICAV conservent leur nature lorsqu'ils sont redistribués aux investisseurs, ce qui restreint fortement le champ des potentiels pour la distribution des revenus aux investisseurs étrangers.

### B. Améliorations spécifiques applicables aux fonds non coordonnés

Ce sujet doit être abordé avec une grande prudence car il est aujourd'hui toujours en discussion entre les autorités, l'AMF et le Trésor. Nous

pouvons néanmoins nous pencher sur les derniers arbitrages.

Tout d'abord, en ce qui concerne les FCIMT, le sujet a déjà été abordé, les existants pourront continuer à vivre, mais aucune nouvelle création ne sera possible.

Un enjeu majeur sur les fonds non coordonnés concerne la transposition de UCITS IV, avec le danger du « vrai-vrai gold-plating », c'est-à-dire de la sur-transposition. Il s'agit par exemple d'appliquer aux fonds non coordonnés ce qui était applicable de droit aux fonds coordonnés, ou d'essayer d'obtenir plus de souplesse sur certaines parties des fonds non coordonnés.

La question du « ratio poubelle » a particulièrement animé les débats de la Place, mais semble désormais résolue. Effectivement, la Commission européenne a clarifié le périmètre du ratio poubelle des OPCVM coordonnés, en précisant notamment que tous les fonds de type gestion alternative ne pouvaient pas rentrer dans le ratio poubelle des fonds coordonnés. La question concernait également la transposition symétrique aux fonds non coordonnés, mais il semblerait que les fonds non coordonnés garderont la souplesse du ratio poubelle telle qu'elle existe actuellement.

La question du *short selling* constitue également un enjeu important. Le *short selling* est interdit pour les fonds coordonnés, qu'ils soient nus ou couverts, mais en réalité il semblerait que le *short selling* soit possible dans les fonds non coordonnés lorsqu'il est couvert, c'est-à-dire vendre des titres qui ont été préalablement empruntés.

Nous pouvons également considérer la fusion des ARIA SEL et des ARIA EL comme une bonne nouvelle, même si ces formes de véhicule, c'est particulièrement vrai pour les ARIA EL, étaient tombées en désuétude après la crise, se transformant en UCITS ou en OPCVM contractuels pour beaucoup d'entre elles.

### C. Améliorations apportées aux gestions particulières : le cas de l'OPCI

Cette question concerne moins notre sujet, mais il est intéressant de s'y pencher car les praticiens

des OPCI avaient quelques sujets d'insatisfaction, notamment en matière de complexité juridique.

La première satisfaction est la possibilité de créer des SICAV sous forme de SAS. Les OPCI en profiteront d'autant plus qu'il n'existe actuellement que des formes d'OPCI quasi institutionnelles, car les OPCI grand public sont encore à l'état de développement ou de gestation.

Le deuxième point positif concerne la *lock-up*. Avant la réforme, le *lock-up* était limité à trois ans, ce qui constituait une difficulté pour construire des fonds institutionnels sur le modèle des fonds type FCPR contractuel. La loi revient à la norme et aligne le régime des OPCI sur celui des FCPR en prévoyant un *lock-up* limité à 10 ans.

Enfin, un sujet qui fait débat est la possibilité de faciliter l'investissement de l'OPCI à l'étranger, afin d'en faire un véhicule paneuropéen compétitif fiscalement. Prenons un exemple pour traiter cette question technique. Lorsque nous investissons à l'étranger dans l'immobilier, nous devons passer par une structure française et une structure locale pour pouvoir bénéficier des conventions fiscales. En effet, ni l'OPCI ni l'immeuble dans le pays de résidence étranger ne bénéficient des conventions fiscales. Ainsi, pour que l'OPCI soit compétitif par rapport aux fonds Luxembourgeois ou autres types de fonds, il serait préférable de pouvoir « descendre » l'argent de l'OPCI dans ces sociétés sous forme de compte-courant, dans le but de charger en dettes la société et de réduire sa base imposable, sans être obligé de descendre sous forme d'*equity* pure, ce qui pèserait lourdement au niveau fiscal. Le Trésor semble prêt à évoluer et à permettre une descente des fonds entre l'OPCI et les sociétés qu'il détient sous toutes les formes envisageables, que ce soit de l'*equity*, du *quasi-equity* voire de la dette type compte-courant.

## II. Les évolutions issues de la mondialisation réglementaire dans le domaine des fonds non coordonnés

### A. AIFM

#### 1. Le calendrier

La Directive a été adoptée en novembre dernier, mais sa publication est prévue pour l'été 2013, le délai de publication étant assez long. En ce qui concerne le passeport, et notamment le passeport des pays tiers, la Directive va fonctionner en trois étapes :

- ▶ En 2013 sont prévus la transposition et les passeports immédiats pour les fonds européens réservés aux professionnels, avec la possibilité de maintenir les placements privés pour les fonds non européens jusqu'à 2015.
- ▶ Entre 2015 et 2018, ce principe sera complété par un régime de passeport, sous contrôle de l'ESMA, qui permettra, sous certaines conditions, aux fonds non européens de bénéficier d'un passeport d'entrée en Europe, et ensuite de pouvoir à partir d'un pays européen agir dans toute l'Europe via le passeport européen.
- ▶ À partir de 2018, les régimes de placements privés et les régimes de passeports seront supprimés, qu'ils soient applicables aux fonds européens ou non européens.

#### 2. Fin de la « forteresse Europe » ?

La création d'une forteresse Europe préoccupait les Anglo-saxons, mais l'AIFM telle qu'elle est actuellement en publication, annonce clairement la fin de cette forteresse, puisque les fonds américains et asiatiques pourront être commercialisés en Europe assez librement auprès d'investisseurs professionnels dès 2015.

### B. Dodd-Frank Act

Ce thème peut avoir des conséquences importantes en matière de gestion alternative. Le Dodd-Frank est un texte volumineux de 800 pages composé de nombreuses consultations de la Société Interaméricaine d'Investissements (SII). Deux sous-thèmes nous intéressent particulièrement, un sur l'offre avec la fin du *private advisor exemption* et un sur la demande à travers la règle Volcker.

#### 1. Le *private advisor exemption*

Le *private advisor exemption* permet aux gérants non américains d'aller chercher de l'argent auprès d'investisseurs américains, sans être soumis à une obligation d'enregistrement auprès de la SII, fortement contraignante. La règle du *private advisor exemption* s'applique jusqu'au 21 juillet 2011, un gérant européen peut donc aller chercher des capitaux américains pour un fonds alternatif, *Private Equity*, immobilier, ou dettes, pour autant qu'il remplit trois conditions :

- ▶ Avoir eu moins de 15 clients américains au cours des 12 derniers mois, sachant qu'un fonds d'investissement est également considéré comme un client.
- ▶ Ne pas démarcher le public en se présentant comme un gestionnaire d'investissement.
- ▶ Ne pas conseiller des sociétés d'investissements elles-mêmes réglementées par la SII.

Cette exemption assez souple, dont de nombreux gérants européens de fonds non coordonnés ont profité jusqu'à maintenant, se transformera le 21 juillet prochain en une nouvelle règle, à savoir la règle du *foreign private advisor*. Cette règle est plus ou moins la même que la précédente, mais le champ d'exemption a été considérablement réduit, et donc le champ de l'enregistrement auprès de la SII considérablement élargi, avec 5 conditions :

- ▶ Ne pas avoir d'établissement aux États-Unis.
- ▶ Conseiller ou gérer moins de 15 clients américains, en regardant même le nombre de clients dans un fonds.
- ▶ Gérer moins de 25 millions de dollars provenant de clients américains.
- ▶ Ne pas démarcher le public en se présentant comme un gestionnaire d'investissement.
- ▶ Ne pas conseiller des sociétés d'investissements elles-mêmes réglementées par la SII.

La SII est également en train de travailler sur le champ de toute une série d'exceptions, dont deux sont importantes :

- ▶ Une exception de *minimis*, en fonction de la taille du fonds, c'est-à-dire que ces règles ne s'appliqueront pas si le fonds dans sa globalité fait moins de 150 millions de dollars.
- ▶ Et une deuxième exception si les capitaux sont levés auprès de fonds *private equity*



## Les évolutions en cours sur les fonds non coordonnés

américains. Le *private equity* bénéficie ainsi par rapport aux *hedge funds* d'un traitement privilégié.

Les gérants internationaux qui lèvent de l'argent aux États-Unis auront fort à faire en termes de *disclosure*, d'informations, de *reportings* et de tenues de registres, car désormais, l'administration américaine est devenue particulièrement exigeante sur les problématiques de blanchiment, de lutte contre le terrorisme, et d'évasions fiscales.

### 2. La règle Volcker

La règle Volcker alimente beaucoup les débats dans le monde de la gestion alternative. Cette règle comprend deux branches :

- ▶ La fin du propre trading des banques américaines.
- ▶ L'interdiction pour les entités bancaires d'investir ou de sponsoriser des fonds non régulés comme les fonds *hedge*, les fonds de *private equity*, les fonds immobiliers, les fonds d'aide, etc. Par « entité bancaire », elle entend les banques américaines, mais également toutes les banques internationales qui ont une succursale ou une filiale sur le territoire américain.

Cette règle aussi comporte de nombreuses exceptions dont deux sont particulièrement intéressantes pour la gestion européenne :

- ▶ La première est une règle de *minimis*, à savoir que certains établissements pourront continuer à sponsoriser des fonds si leur participation dans le fonds est ramenée à 3 % des encours au bout d'un an, et si le montant des investissements globaux ne dépasse pas 3 % du capital réglementaire Tier 1 de l'établissement considéré.
- ▶ La deuxième exception concerne les établissements étrangers. Les entités bancaires étrangères pourront continuer à sponsoriser des fonds qui n'investissent pas aux États-Unis, ou qui ne font pas appel à des capitaux américains.

## III. Les évolutions de demain

### A. En Europe

Les évolutions de demain en Europe dépendent en particulier de MiFID et des PRIIPs. Un élément de MiFID est particulièrement préoccupant pour la gestion alternative, il s'agit de la volonté de la Commission d'interdire dans les mandats de gestion les rétrocessions de commissions aux gestionnaires sous mandat. En effet, cette interdiction aura pour conséquence de bloquer un canal substantiel de souscriptions pour les gérants de petite taille.

### B. Conséquences du G20

Le G20 est actuellement présidé par la France, et dans ce cadre-là, l'AMF a émis en mars dernier un document intitulé « quels chantiers ou quelles priorités pour les marchés financiers ? », dans lequel l'AMF émet quatre priorités, qui ont potentiellement un impact sur la gestion alternative :

- ▶ L'amélioration de la transparence générale du marché, avec un encadrement plus fort du *trading* à haute fréquence.
- ▶ Un encadrement général du marché des matières premières, qui aura notamment des conséquences importantes sur les fonds alternatifs.
- ▶ La protection des investisseurs et toute la consultation européenne sur les PRIIPs.
- ▶ L'encadrement de ce qu'on appelle le *shadow banking*, à savoir la transformation de la liquidité, et de la maturité du risque par des établissements non bancaires. Ce projet peut avoir des influences sur les véhicules de titrisation, les fonds d'aide, et certains fonds de *private equity* qui financent des cibles sous forme de dette.

## Conclusion

Nous observons une accélération de la réglementation, spécifiquement dans le domaine financier, et tout particulièrement dans le domaine des fonds non coordonnés, car la gestion alternative est devenue un enjeu de communication politique et un enjeu de politique financière.

Nous constatons également une crainte que la mise en place de tous ces textes engendre des frais et des coûts associés, qui ne seront pas nécessairement immédiatement répercutés sur l'investisseur. Nous risquons alors d'aboutir à ce que certains appellent la « *néguentropie réglementaire* », c'est-à-dire à une perte du dynamisme de l'industrie, soit par un développement dans des zones non couvertes par la réglementation, soit à cause d'une hyper-concentration des gros acteurs capables de s'adapter à l'intégralité des réglementations, et de supporter ces coûts en allant chercher des investisseurs dans le monde entier. ■



## TABLE RONDE

Comment la Place de Paris se prépare-t-elle à la concurrence ouverte entre Places par la Directive OPCVM IV : les enjeux et défis

**Animée par Stéphane Puel,**  
Avocat Associé,  
Cabinet Gide Loyrette Nouel

### Participants :

#### **Brice Masselot**

Adjoint au chef du bureau  
« Épargne et marchés financiers »,  
Direction Générale du Trésor

#### **Patrice Bergé-Vincent,**

Responsable du département  
régulation de la gestion d'actifs,  
Direction de la Régulation  
et des Affaires Internationales,  
Autorité des Marchés Financiers

#### **Pierre Bollon**

Directeur général,  
AFG

#### **Éric Dérobert,**

Directeur des Affaires Publiques,  
CACEIS

#### **Nicolas Gonzalez**

Responsable Développement  
des nouveaux produits,  
Société Générale Securities Services

#### **Éric Wohleber**

Directeur général,  
Blackrock Investment Management



#### **Stéphane Puel**

Place maintenant à la table ronde sur la préparation de la Place de Paris à l'ouverture de la compétition entre Places par le biais de la Directive UCITS.

La France en matière de gestion est un pays unique en Europe :

- ▶ Le marché est de taille importante, avec 2 500 milliards d'euros gérés en France, qui fait de la France la deuxième Place en Europe en termes de domiciliation d'OPCVM après le Luxembourg.
- ▶ Les acteurs sont puissants, avec notamment trois groupes français qui comptent parmi les 10 plus grands groupes d'*asset servicing* mondiaux.
- ▶ Le marché est dynamique, avec plus de 590 sociétés de gestion. L'année dernière, une année de crise relative, 44 nouvelles sociétés de gestion ont été créées.

Toutefois, le marché français a longtemps été protégé. D'une part, il n'y a pas de placements privés de fonds étrangers, rendant la commercialisation de fonds étrangers très délicate en France, en particulier pour les fonds étrangers non UCITS. D'autre part, les règles applicables aux investisseurs institutionnels rendent très difficile l'investissement dans les fonds non français.

Or, les réformes, à travers UCITS IV et Solvency II, vont transformer ce statut privilégié de la Place de Paris par l'ouverture d'une nouvelle compétition, qui fait l'intérêt de cette table ronde composée de 6 participants :

- Brice Masselot, adjoint au chef du bureau « Épargne et marchés financiers » à la Direction Générale du Trésor.
- Patrice Bergé-Vincent, directeur du département en charge de la politique de régulation de la gestion d'actifs au sein de la Direction de la Régulation et des Affaires Internationales de l'AMF (DRAI).
- Pierre Bollon, Délégué général de l'AFG.
- Éric Dérobert, Directeur des Affaires Publiques chez CACEIS et vice-président de l'AFTI.
- Nicolas Gonzalez, Responsable du Développement des nouveaux Produits au sein de SGSS, et plus particulièrement en charge d'un projet international dédié à UCITS IV, UCITS V et AIFM.
- Éric Wohleber, Directeur général de BlackRock Investment Management. BlackRock est la plus grosse société de gestion mondiale et gère 3 500 milliards de dollars.

Cinq thèmes seront abordés tout au long de cette table ronde :

- ▶ La volonté politique et financière de promotion de la Place pour intensifier sa force d'attractivité.
- ▶ Le régulateur qui doit être à l'écoute et réactif.
- ▶ Les acteurs de la gestion qui font la promotion de cette Place.
- ▶ Les dépositaires, fund admin, etc.



## Table ronde

- Les évolutions réglementaires pour faciliter la distribution des fonds français à l'étranger.

Nous pouvons commencer cette table ronde avec le premier thème, à savoir la politique de communication financière affichée par le Trésor sur la promotion de la Place.

**Brice Masselot**

En mai 2010, nous avons pris conscience que plusieurs points pouvaient être améliorés, de la réglementation perçue comme complexe par les investisseurs et les utilisateurs, à la communication sur les atouts de la Place de Paris en matière de gestion d'actifs. Le moment est donc opportun pour lancer une initiative de grande ampleur.

Le Ministre a décidé de lancer cette initiative pour définir une stratégie de développement de la gestion d'actifs en France. Dans le cadre de cette initiative, nous avons constitué des comités de pilotage avec l'AMF et l'AFG, et consulté beaucoup d'acteurs, afin d'identifier précisément les domaines de progrès. Ainsi, au mois d'octobre, nous avons remis au Ministre nos propositions qui ont été approuvées, et qui constituent aujourd'hui notre stratégie pour développer, en France, cette activité de gestion. Reprenons ensemble les points importants de cette stratégie.

La transposition d'OPCVM IV constitue un enjeu important, qui aura des conséquences structurantes sur la gestion. Il s'agit alors aux professionnels, régulateurs, ou nous-mêmes, de profiter de la transposition pour passer en revue les points négatifs et essayer de trouver des voies d'amélioration. Nous examinerons donc les dispositions du Code Monétaire et Financier, et plus généralement le cadre de réglementation qui porte sur les OPCVM coordonnés, sans s'interdire d'aller au-delà de ces champs pour améliorer la compétitivité d'autres véhicules.

Un deuxième enjeu majeur de UCITS IV concerne les fonds maîtres et nourriciers. L'AFG a beaucoup travaillé sur ce sujet afin d'identifier les actions à mener. Ce sujet sensible soulève la

question de la fiscalité, car le dividende d'un fonds maître français versé à un fonds nourricier étranger fait l'objet d'un prélèvement à la source. Ainsi, des réflexions sont menées, à travers par exemple le couponnage des dividendes, de manière à contourner cet obstacle en matière de création de fonds maîtres en France.

Nous souhaitons également introduire davantage de flexibilité dans la gouvernance des véhicules, pour les SICAV notamment. Aujourd'hui, une SICAV est obligatoirement constituée sous forme de société anonyme, nous examinons alors les conditions dans lesquelles une SICAV pourrait être organisée sous forme de société par actions simplifiées.

Tout un volet est consacré à la compétitivité et l'attractivité de l'offre française auprès d'investisseurs internationaux. Dans cette optique, le développement de l'usage des ordres directs est essentiel.

Des réflexions sont également engagées sur un référentiel de Place des OPCVM français, qui centraliserait et concentrerait, en un endroit unique, une information utile à la fois pour le dépositaire, le distributeur et les investisseurs. Revenons au sujet central de la transposition qui constitue une évolution réglementaire majeure à la fois pour le Trésor, l'AMF et la profession. En effet, l'accumulation des textes par strates successives a grandement nui à la lisibilité de l'ensemble. L'orientation prise est celle de la transposition littérale. Les investisseurs internationaux et étrangers connaissent la Directive OPCVM IV, et c'est pourquoi il nous a semblé nécessaire de retenir la rédaction d'OPCVM IV et de retenir également la structuration de cette Directive. Il est important de souligner que l'évolution réglementaire a été préparée en amont avec les professionnels. Le point de départ a été la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010, qui a habilité le gouvernement à transposer cette Directive, par ordonnance, dans le but de moderniser le cadre juridique français en matière de gestion d'actifs. Deux principes majeurs sont affichés :

- Renforcer la protection des investisseurs et des épargnants.
- Renforcer la compétitivité des produits et des acteurs.

Ainsi, la priorité est de trouver un juste équilibre entre ces deux objectifs.

Dans cette loi de régulation bancaire et financière, un passage intéressant concerne les dépositaires et les conservateurs. Il existe une disposition sur la responsabilité en matière de centralisation des ordres de souscription et de rachat, qui constitue une accroche donnée à l'AMF pour définir les conditions dans lesquelles cette responsabilité peut être confiée. Il y a un principe d'irrévocabilité des ordres de souscription et de rachat qui sont présentés aux fonds. Nous avons estimé qu'apporter des précisions à ce sujet était primordial pour que les ordres présentés par des investisseurs étrangers puissent être acceptés par des fonds français.

Suite à cette loi, des réunions techniques de concertation et de présentation des premiers projets de l'AMF ont eu lieu dès la fin de l'année 2010, en présence notamment des associations professionnelles. Puis, deux consultations publiques ont suivi en janvier sur la partie OPCVM coordonnés, et en février sur la partie OPCVM non coordonnés.

Nous finalisons actuellement les textes avec pour objectif de les déposer au Conseil d'État le plus tôt possible pour transposer la Directive dans les délais.

Les sujets d'arbitrage sont les suivants :

- Permettre la forme de sociétés par actions simplifiées.
- Formaliser au niveau législatif les OPCVM dédiés pour la partie non coordonnée, c'est-à-dire la possibilité de réserver la souscription à 20 investisseurs au plus ou à une catégorie d'investisseurs dans les conditions définies par le prospectus.
- Réduire les exigences en capital des SICAV à 300 000 €, fixées aujourd'hui à 8 000 000 €, pour obtenir un niveau harmonisé avec les fonds FCP dans la Directive OPCVM IV.
- Proposer la fusion des ARIA sans effet de levier avec les ARIA à effet de levier.
- Limiter les frottements fiscaux sur les fonds maître-nourricier. Mesure encouragée par la Direction de la législation fiscale, au moyen d'une instruction fiscale publiée au bulletin officiel des impôts début avril, et qui prévoit la possibilité de couponnage des dividendes versés par les SICAV.

### Stéphane Puel

Un élément de compétitivité est la date de transposition avec une course à la transposition entre les pays. Avez-vous une idée de la date probable de publication ?

### Brice Masselot

Effectivement, la transposition dans les meilleurs délais est un des objectifs définis par le Haut Comité de Place. Le Luxembourg a transposé au mois de décembre 2010 et possède donc un temps d'avance sur nous. En revanche, le Royaume-Uni n'a pas encore publié les mesures adoptées, même si des consultations publiques du Trésor et de la FSA sont visibles sur internet.



### Pierre Bollon

Si nous prenons plus de temps que le Luxembourg, c'est aussi parce que nous nous sommes donnés avec le Trésor et l'AMF un objectif très ambitieux, à savoir rapprocher notre droit avec la Directive de façon à simplifier notre droit grâce à la transposition.

### Brice Masselot

Un autre élément important est le passage du texte au Conseil d'Etat, à qui nous devons expliquer les tenants et les aboutissants. La lisibilité de notre réglementation est alors fondamentale.

### Stéphane Puel

L'AMF a un rôle clé à jouer pour transposer la Directive, superviser les acteurs, et agréer les fonds. Ainsi, quelles sont les ambitions du régulateur au regard de UCITS IV ?



### Patrice Bergé-Vincent

L'ambition du régulateur est aussi d'être à

l'écoute des régulés et de l'industrie de la gestion d'actifs. Comment l'AMF s'est-elle mise à l'écoute dans la préparation de la transposition ? Une idée répandue fin 2008- début 2009 consistait à penser que deux enjeux majeurs, à savoir la protection des investisseurs et la compétitivité des acteurs et produits français, sont contradictoires. Cette idée est révolue avec OPCVM IV, car la Directive rend ces deux enjeux complémentaires.

En effet, la Directive introduit un passeport de la société de gestion, des *master-feeders*, les fusions transfrontalières, et simplifie le passeport produit. Nous constatons alors une volonté de la Commission Européenne d'introduire une concurrence entre les acteurs et les produits au niveau européen sur les OPCVM coordonnés avec deux objectifs :

- ▶ Mieux intégrer le marché unique des OPCVM coordonnés.
- ▶ Inciter les acteurs à faire des économies et des réductions de coûts pour faire face à la concurrence accrue entre acteurs et entre produits. Cette réduction de coûts devrait, in fine, bénéficier aux investisseurs.

Dès le début de l'année 2009, nous avons entamé des discussions informelles avec les acteurs de la gestion d'actifs pour envisager la transposition de la Directive. Le risque constaté par l'AMF était alors l'exil des produits et des acteurs vers des États membres où la réglementation est plus accommodante, où la protection des investisseurs est beaucoup moins un enjeu pour le régulateur car il y a peu d'investisseurs grand public à protéger.

La deuxième analyse tirée de ces concertations informelles est l'importance d'appliquer les mêmes règles de commercialisation aux différents produits et aux différents OPCVM coordonnés quelle que soit leur domiciliation, afin d'obtenir un haut niveau de protection des investisseurs dans ces OPCVM coordonnés en France, et un *level playing field* entre les industries nationales européennes de la gestion d'actifs.

La troisième analyse tirée de ces concertations est la possibilité pour les investisseurs professionnels ou qualifiés d'assurer eux-mêmes

leur protection ou la défense de leurs intérêts. Effectivement, les exemples récents de scandales financiers nous montrent que les investisseurs professionnels ont eu les moyens d'assurer la défense de leurs intérêts, contrairement aux épargnants, disposant de moyens de représentation plus faibles. Dès lors que les investisseurs qualifiés, professionnels, n'ont plus besoin du régulateur pour assurer leur protection, l'AMF peut être beaucoup plus flexible sur la régulation des produits qui leur sont réservés.

Ensuite, fin 2009, l'AMF a initié une réflexion institutionnelle sous la forme d'un comité de Place pour réfléchir à la transposition de la Directive OPCVM IV. Ce comité regroupait les associations professionnelles, des professionnels en direct, et les parties prenantes (le Trésor, la DLF, l'ACP, etc.), pour avoir une vision d'ensemble sur tous les défis auxquels nous devons répondre. Le comité de Place a permis d'élaborer 14 recommandations pour transposer la Directive autour de trois axes stratégiques :

- ▶ Assurer une transposition fidèle de la Directive, pour donner les mêmes armes à l'industrie française qu'aux autres industries nationales en Europe. L'exercice est d'autant plus délicat qu'aucune transposition aussi fidèle n'a été effectuée depuis 25 ans.
- ▶ Recentrer la régulation de la gestion d'actifs sur les contrôles de la commercialisation et sur les contrôles de la distribution. Il s'agit par exemple d'appliquer des règles de commercialisation à des produits distribués en France par un distributeur français ou étranger agissant en libre prestation de services, quelle que soit l'origine du produit en Europe, afin d'obtenir un *level playing field*.
- ▶ Contribuer au développement de la compétitivité de la Place financière avec les deux enjeux, non plus contradictoires, mais complémentaires comme expliqué ci-dessus.

Ainsi, à partir de mi-2010, l'AMF a largement contribué à la transposition *stricto sensu* de la Directive OPCVM IV, car la Direction générale du Trésor a « délégué » à l'AMF le travail de rédaction de propositions de modifications législatives et réglementaires dans le cadre de l'habilitation du Gouvernement à légiférer par ordonnance donnée par la LRBF.



Table ronde

Toutefois, le Trésor reste responsable de « porter » toutes les modifications législatives et réglementaires jusqu'au bout du processus législatif. Les travaux de transposition stricto sensu pour proposer les modifications législatives et réglementaires et les modifications du Règlement Général AMF ont donc été faits en concertation étroite avec les associations professionnelles.

Au-delà du Règlement Général de l'AMF, la transposition de la Directive a supposé l'aménagement de modifications du cadre doctrinal de l'AMF. Prenons un exemple concret : l'AMF a publié un guide de passage du prospectus simplifié au DICI (Document d'Informations Clés pour l'Investisseur), et un guide d'élaboration de ce DICI à destination des professionnels, qui devront, à partir du 1<sup>er</sup> juillet 2011, élaborer un DICI pour tous les OPCVM qu'ils gèrent ou qu'ils commercialisent.

Aujourd'hui, les consultations sur les modifications des parties législatives et réglementaires du Comofi sont terminées, et les derniers arbitrages sont en cours. La consultation sur la modification du RGAMF (Règlement Général de l'Autorité des marchés financiers) vient d'être publiée. Nous aurons donc très vite un feedback sur cette consultation, et dès que le Conseil d'État donnera son accord au Trésor, la transposition de la Directive sera finalisée. Mais d'autres défis nous attendent. Déjà, nous commençons les concertations sur la transposition de la Directive AIFM, à finaliser pour mai-juin 2012, puisqu'elle entrera en vigueur mai-juin 2013 au niveau européen. Nous pensons donc, fin 2011, lancer une réflexion institutionnelle de Place, vraisemblablement sous la forme d'un comité de Place transposition AIFM et développement de la gestion non traditionnelle française, de même que pour la transposition OPCVM IV.

**Stéphane Puel**

Nous avons abordé les sujets de *level playing field* ou *d'équité concurrentielle* mais nous nous apercevons néanmoins, dans le cadre des discussions à l'étranger sur la transposition de la Directive, que certains régulateurs ou certains acteurs sont tentés par une interprétation souple

ou un *dumping* réglementaire de l'interprétation de UCITS. Comment peut-on lutter contre cela lorsque l'on est régulateur, Trésor français ou association professionnelle de gestionnaires français ? Comment peut-on s'assurer que la Directive sera appliquée partout de la même manière ?

**Patrice Bergé-Vincent**

Il existe toujours une marge d'interprétation et une marge de traduction entre les différents pays. En effet, en français-luxembourgeois et en français-français la traduction n'est pas toujours la même à partir de l'anglais. Le mot *safekeeping* par exemple est traduit dans les deux pays en français par « garde », mais ils n'ont pas le même sens.

La Commission européenne a pris conscience qu'elle ne pouvait pas intégrer le marché unique des produits financiers en laissant subsister autant de divergences d'interprétation, et que, évidemment, les régulateurs se protègent des produits qui viennent de pays membres où la régulation est beaucoup plus accommodante. Deux évolutions majeures sont apparues depuis la crise :

- ▶ La création de l'ESMA, l'autorité européenne des marchés financiers qui remplace CESR, est un pas énorme par rapport à la situation précédente, puisque l'ESMA est une autorité indépendante et non plus un forum de régulateurs, comme l'était CESR. Ainsi, l'ESMA peut élaborer des *guidelines* ou des recommandations que la Commission Européenne peut rendre obligatoires dans les 27 États membres.

- ▶ La Commission Européenne a pris conscience de la nécessité d'avoir un seul jeu de règles dans les 27 États membres en matière de régulation financière. On se dirige alors vers un règlement pour les mesures d'exécution des directives qui présente l'avantage d'être d'application directe, c'est-à-dire sans transposition en droit interne, ce qui diminue fortement l'éventualité de divergences d'interprétation. Dès lors que les régulateurs auront confiance en l'application d'un socle minimal de règles dans tous les autres États membres, la concurrence entre produits et entre acteurs pourra s'ouvrir.

Certes, beaucoup de travail reste encore à faire, mais, force est de constater qu'une évolution non négligeable est en marche. En effet, quelques années auparavant, la situation était la suivante : 27 régulateurs dans 27 États membres avec 27 interprétations de chaque article de chaque Directive. Or, aujourd'hui, une autorité indépendante regroupe les 27 régulateurs, et nous allons dans la direction d'une régulation unique en Europe dans les 27 États membres en matière de régulation financière, voire peut-être, dans un monde idéal, un seul régulateur pour tous les pays, dans les dizaines d'années à venir.

**Stéphane Puel**

L'AFG était également un pilier du Haut Comité de Place. Quelles sont les initiatives prises par l'AFG en matière de promotion de la gestion française ?

**Pierre Bollon**

Nous avons toujours travaillé ensemble avec les acteurs du Haut Comité de Place, en particulier l'AMF, le Trésor, l'AFG et l'AFTI. C'est en quelque sorte un « éco-système », dans lequel chaque partie prenante a son rôle à jouer dans la promotion de l'industrie globale de la gestion française.

Nous allons par exemple créer un site marketing commun pour l'industrie globale de la gestion, en anglais notamment, qui devrait être lancé dès cet été. D'ailleurs, l'AFG a embauché un permanent sur un poste nouvellement créé dédié à la promotion internationale.

D'autre part, tous les acteurs du Haut Comité de Place ont fait des publications à l'international, mais l'idée est désormais de mieux les coordonner pour avoir un plus gros impact, intégrer la gestion, fusionner les contacts de presse internationale, etc. L'objectif est d'avoir un langage commun, éventuellement des messages communs pour être mieux entendus.

**Stéphane Puel**

S'agit-il de la gestion au sens large, ou est-ce la promotion d'une gestion plus traditionnelle ? Y a-t-il un parti pris ?

**Pierre Bollon**

Non, il n'y a pas de parti pris. Nous essayons de



promouvoir l'ensemble. Les pays de plus petite taille sont peut-être amenés à se spécialiser, mais nous considérons que la diversité française en matière de gestion est une richesse.

Voulons-nous être un pays de domiciliation d'OPCVM ou simplement de gestion d'OPCVM domiciliés à l'étranger? Cette question est systématiquement posée, mais nous estimons que ce choix n'est pas à faire, nous devons exploiter les deux opportunités. Il s'agit, néanmoins, d'exporter davantage les OPCVM français, car historiquement nous avons péché sur l'export avec un système parfait pour la France mais peu adapté pour l'étranger.

D'ailleurs, actuellement, certaines sociétés de gestion montrent que l'export est possible, et nous espérons donc que certaines inhibitions seront levées par les succès de certains de nos membres. Toutefois, il est nécessaire de souligner que la concurrence n'existe pas uniquement entre tous les pays d'Europe, il doit aussi y avoir une coopération car la concurrence existe également entre l'Europe et le reste du monde; les États-Unis et l'Asie en particulier. En effet, l'Asie ne sera pas seulement un lieu d'exportation des OPCVM de droit Européen, puisque l'OPCVM de droit asiatique est déjà en marche. Mme Lagarde avait inventé le mot « ri-lance » qui allie le mot rigueur et le mot relance, nous pouvons alors parler de la « coo-pétition » entre

Places européennes, pour exprimer ce mélange entre coopération et compétition.

### Stéphane Puel

Quelle est la réaction d'une société de gestion face aux interventions des régulateurs et associations professionnelles?



### Éric Wohleber

Notre société, BlackRock, ne gère pas de fonds à Paris, mais commercialise en France des fonds de droit luxembourgeois, irlandais et allemand. Ainsi, nous utilisons déjà pleinement le potentiel de la directive UCITS III, car UCITS III permet de faire beaucoup de choses. Le *master feeder* existe déjà par exemple, même si le feeder n'est pas UCITS. Mais UCITS IV est une avancée majeure pour l'industrie européenne de la gestion et va permettre une grande rationalisation. Nous pouvons aborder le sujet de la place de la France dans la compétition européenne, mais il est intéressant de se pencher sur la question de la concurrence entre l'Europe et les États-Unis, que nous pouvons illustrer à travers quelques chiffres.

La gestion d'OPCVM dans le monde représente 24 700 milliards de dollars; avec 7 800 milliards en Europe et 11 200 aux États-Unis, nous sommes donc, à peu de chose près, à l'équilibre. En revanche, le nombre de fonds pose problème. En effet, 11 % des fonds dans le monde sont de droit américain, alors que 51 % des fonds sont de droit européen. La gestion collective aux États-Unis est plus importante certes, mais elle est surtout beaucoup moins morcelée qu'en Europe. Un fonds européen pèse en moyenne entre 250 et 300 millions de dollars alors qu'un fonds de droit américain pèse en moyenne 1,5 milliard de dollars. La concurrence grandit aussi avec l'Asie. Nous avons 2 500 sociétés de gestion en Europe, contre 63 en Chine, et c'est une différence qu'il faut également prendre en compte. Mais revenons aux apports de UCITS IV. Rappelons tout d'abord qu'il existe deux familles d'acteurs: les *crossborder* à savoir l'Irlande et le Luxembourg, et les locaux: la France, l'Italie, l'Allemagne... Nous ne pouvons que constater que dans le passé, les Allemands n'ont pas commercialisé leurs fonds UCITS III en France ou ailleurs et que les Français n'ont pas été très actifs en dehors de leurs frontières. Il y a eu des réticences culturelles, mais celles-ci sont en train d'évoluer. Les fusions transfrontalières vont faire évoluer le paysage de la gestion collective en Europe, mais l'aspect fiscal constitue encore un écueil



## Table ronde

que nous ne pouvons négliger. Par exemple, un gérant français voulant faire une acquisition en Italie va se retrouver avec deux gammes de fonds : une italienne et une française. Il peut être alors tenté de les fusionner. Mais dans ce cas, quelle fiscalité va jouer ? La fusion transfrontalière entraîne la disparition de l'un des deux fonds et donc une cristallisation des plus ou moins values qu'il faut prendre en considération. Ce qui n'est pas le cas avec les master feeders.

UCITS IV représente ainsi un enjeu phénoménal pour l'industrie européenne, et devrait permettre de la renforcer au niveau international.

### Stéphane Puel

Quelles sont les actions de « l'éco-système », en particulier des dépositaires et des administrateurs ?



### Éric Dérobert

Deux comportements significatifs des sociétés de gestion ont été relevés par l'étude présentée au cours de cette conférence : une perception d'implication indirecte, car UCITS IV pourrait impacter principalement les prestataires de services ; et, en corollaire, une attente forte à l'égard de ces prestataires.

Ces opinions confirment la légitimité de l'AFTI et de ses membres dans leur participation au mécanisme de mise en œuvre de la réglementation UCITS IV.

Il a été rappelé que la France compte trois entreprises parmi les premiers conservateurs de titres (*custodians*), à l'échelle mondiale. En ce qui concerne la fonction dépositaire, les données sont comparables et, les dépositaires français comptent parmi les premiers Européens. C'est également vrai en matière d'administration de fonds et de services tels que ceux proposés par les cabinets d'avocats. Ces positions remarquables sont autant d'atouts pour la Place française, et pour les opportunités offertes à son bassin d'emploi.

En ce qui concerne l'aspect qualitatif de l'écosystème, il est donc clair que l'industrie de la gestion peut s'appuyer, en France, sur des acteurs qui, ayant fait le choix il y a déjà de longues années d'une forte présence internationale, sont à même d'accompagner et de faciliter les ambitions de développement des sociétés de gestion françaises dans le futur cadre UCITS IV. Je crois donc important de souligner que la structure du métier français des titres (conservateurs, dépositaires et administrateurs de fonds) est composée d'acteurs solides et compétents, qui permettent aux sociétés de gestion, et à l'ensemble du système, d'avancer et de se préparer aux échéances immédiates, soit UCITS IV, mais également aux futures étapes, à savoir UCITS V et AIFM, dans d'excellentes conditions, y compris en termes d'efficacité économique.

À titre d'illustration d'une évolution positive et récente du secteur, et de l'excellente coopération entre différents acteurs, je crois que nous pouvons désormais considérer comme appartenant au passé l'inhibition des sociétés de gestion françaises quant à la distribution à l'étranger. CACEIS apporte ainsi son assistance à l'enregistrement dans plus de 50 pays, ce qui dépasse largement le cadre européen.

### Stéphane Puel

Qu'en est-il de la commercialisation des fonds étrangers et des réflexions en cours sur la facilitation de cette commercialisation ?



### Nicolas Gonzalez

Force est de constater que la pénétration de la distribution des fonds à l'étranger est faible à ce jour. En effet, les chiffres sont parlants. À fin 2010, les fonds français transfrontaliers représentent 3 % de l'univers des fonds transfrontaliers en Europe, soit environ 1 800 fonds ; contre 40 000 fonds pour le Luxembourg, c'est-à-dire 74 %. Dans la zone Asie-Pacifique, qui constitue aujourd'hui la zone stratégique et

commerciale, et représente presque la moitié des ventes nettes, la France représente 1 % de ces fonds, soit 40 fonds ; contre plus de 4 000 pour le Luxembourg, c'est-à-dire 77 %.

Devons-nous nous résoudre à lancer des véhicules au Luxembourg ou bien devons-nous utiliser les nourriciers également au Luxembourg pour, soit les distribuer en Europe et dans le reste du monde, ou soit les placer dans les pays de commercialisation en Europe ?

La troisième possibilité, à savoir la commercialisation des fonds français à l'étranger, a du sens pour trois raisons :

- ▶ L'installation de véhicules ou de nourriciers à l'étranger a un coût de structure significatif.
- ▶ Les fonds français peuvent se vendre et avoir du succès, comme nous avons pu le constater après la crise. D'ailleurs, la commercialisation des fonds à l'étranger permet de garder son track record, atout non négligeable.
- ▶ La simplification du passeport produit introduite par UCITS IV va redonner un nouveau souffle à cette procédure, puisque nous bénéficierons d'un *time to market* intéressant, à raison de 10 jours travaillés, mais également de procédures harmonisées et simplifiées au niveau de l'Europe.

Revenons sur les chiffres énoncés pour les analyser sous un autre angle. En termes d'historique d'enregistrement de fonds français sur un an, nous constatons que la France a progressé de plus de 50 % sur la zone européenne, contre 6 % pour le Luxembourg et 9 % en moyenne pour le marché. Sur la zone Asie-Pacifique, certes ce ne sont toujours que 40 fonds, mais le progrès est de 122 % sur un an, contre 3 % pour le Luxembourg et 2 % pour le marché en moyenne.

Quelles sont les mesures à prendre pour favoriser ce mouvement et le prolonger ? Le rapport du Comité de Place a listé 14 mesures, dont cinq concernent directement la distribution de fonds à l'étranger :

- ▶ Avoir des caractéristiques harmonisées et exhaustives des fonds français pour les distributeurs et investisseurs. Le vrai sujet concerne le référentiel de fonds, pour lequel la Place consacre beaucoup de temps,

mais qu'en est-il du référentiel pratiqué au Luxembourg? Finesti, filiale de la Bourse du Luxembourg, est le référentiel de fonds, et constitue une des valeurs ajoutées de la Place du Luxembourg. En effet, Finesti est un hub pour les données de fonds entre les fournisseurs et les utilisateurs de fonds, et offre à la fois des données exhaustives sur les fonds et des services à valeur ajoutée. UCITS IV se dirige dans ce sens avec le dossier de notifications, et le stockage du KIID. Quant au référentiel de Place en France, le sujet avance; l'étude a été validée, et un appel d'offres a été envoyé aux principaux fournisseurs.

- ▶ Le deuxième point concerne le marquage des ordres. Le sujet n'est pas nouveau, la Place y travaille depuis un moment, notamment sous l'égide de l'AFTI. Il s'agit d'offrir la possibilité aux gérants de mieux connaître leurs investisseurs, d'une part à travers le calcul des rétrocessions de commissions dans un monde d'architecture ouverte, d'autre part, en aidant à la gestion des risques de liquidité.
- ▶ Le troisième point concerne l'ordre direct qui constitue l'innovation la plus importante sur la Place de Paris. Effectivement, il permet à un investisseur, en particulier l'investisseur étranger, de pouvoir envoyer ses ordres directement à un centralisateur sans passer par un teneur de compte conservateur français.
- ▶ Le quatrième point est lié au troisième puisqu'il s'agit de constituer un cadre réglementaire clair pour les défauts du souscripteur.
- ▶ Enfin, le dernier point concerne la promotion de la Place. Nous pouvons encore nous pencher sur le système luxembourgeois qui repose sur un quatuor très soudé: l'ALFI, équivalent de l'AFG; Le *Luxembourg for finance* que nous pouvons comparer à Paris Europlace; le ministère des Finances; et le régulateur CSSF. L'ensemble permet de produire des brochures de très haute qualité pédagogique et technique, et aussi d'organiser des conférences et des *road shows* dans les principales Places financières établies ou émergentes.

#### Stéphane Puel

Un dernier mot de conclusion sur la perception des enjeux à venir et la place de la France dans la compétition européenne et mondiale.

#### Brice Masselot

Nos objectifs d'avenir à court terme sont de transposer OPCVM IV, et à moyen terme d'examiner la Directive AIFM sur les mesures de niveau 2. Il s'agit d'un test, pour observer la Commission quant à la prise en compte de la nouvelle procédure "Lisbonne". Jusqu'à présent, les États avaient leur mot à dire sur l'élaboration des standards techniques à un moment donné de la procédure. Comment la Commission va-t-elle approcher ce nouvel exercice? Nous suivrons ce processus avec attention.

L'avenir, c'est également la Directive OPCVM V et la responsabilité des dépositaires. L'harmonisation en Europe de la responsabilité des dépositaires est en effet un enjeu majeur.

#### Patrice Bergé-Vincent

Le mot approprié pour décrire la situation de la Place de Paris dans la gestion d'actifs, est le mot « évolution ». Effectivement, nous nous trouvons actuellement dans une période d'évolution rapide et permanente, notamment à travers la régulation. D'ailleurs, d'autres réglementations vont sûrement venir s'ajouter de la part du Conseil de la Stabilité Financière, avec, par exemple, le *shadow banking*, et la lutte contre les risques systémiques.

Nous constatons également une évolution de la demande avec Solvency II et Bâle III. Nous espérons qu'AIFM permettra une distinction plus claire entre les produits offerts aux investisseurs professionnels ou qualifiés, et ceux distribués aux investisseurs particuliers.

Dans les années à venir, nous pouvons affirmer qu'il y aura une quantité importante de travail avec tous les acteurs de l'éco-système, régulateurs, politiques, et législateurs, sur la régulation de la gestion d'actifs et la régulation financière en général.

#### Pierre Bollon

Nous ne sommes pas d'accord pour affirmer qu'OPCVM concerne le *retail* et qu'AIFM concerne l'institutionnel.

En conclusion, aucun acteur n'est seul puisqu'il existe tout un éco-système: les régulateurs, les sociétés de gestion, les dépositaires, etc.

D'autre part, l'industrie française n'est pas un îlot à l'intérieur de l'Europe, car nous sommes au milieu de l'Europe et l'Europe est au milieu du monde. Ainsi, nous pouvons noter, par exemple, la compétition globale existante sur le marché de l'épargne qui nous incite à travailler ensemble, entre pays d'Europe, pour lutter contre la concurrence mondiale.

#### Éric Wohleber

Je crois qu'il faut éviter de réduire le débat à un éventuel antagonisme entre la France et le monde anglo-saxon. Nous remarquons désormais que les clivages sont différents, par exemple entre les gérants indépendants et les filiales de BFI; ou entre les maillons faibles et les maillons forts du secteur, quelle que soit leur nationalité.

#### Éric Dérobert

L'initiative de place autour de UCITS IV mérite d'être saluée. Elle devrait être prolongée de façon à y intégrer encore plus fortement une vision à moyen/long terme, que les prochaines échéances réglementaires rendront incontournable. Il me semble également important de reconnaître un des principaux mérites de cette initiative qui a été de réunir, et de faire participer, tous les acteurs concernés.

#### Nicolas Gonzalez

Concernant UCITS IV, en usant d'une métaphore sportive, nous pouvons dire que nous sommes actuellement dans les arrêts de jeu, et contrairement à la réalité sportive, le Luxembourg mène encore au score. Toutefois, le handicap au départ était tel qu'il était dur à remonter, même si nous considérons avoir réussi à marquer des buts à l'extérieur pour préparer le match retour. Le match retour se déroulera non pas sur UCITS mais sur AIFM, et la Directive arrivera très vite grâce à l'expérience de UCITS.

Avec AIFM, nous serons sur un marché avec des positions plus fragmentées: le Luxembourg et l'Irlande, des pays qui ne se sont pas battus dans le cadre de UCITS IV tel que l'Allemagne, et d'autres pays plus alternatifs tel que Malte. Il faut donc préparer le combat dès maintenant. ■



## Conclusion

par Vivien Lévy-Garboua,  
Président du Comité de  
pilotage de Paris Europlace,  
Senior Advisor,  
Direction Générale  
de BNP Paribas

Je tiens à remercier tout d'abord les organisateurs de cette réunion, Marcel Roncin et l'AFTI, la FBF et le cabinet Gide Loyrette Nouel qui s'associe à vous pour nous éclairer sur les problèmes juridiques, qui comptent aussi dans les affaires réglementaires.

Sans reprendre tout ce qui a été dit, et qui a été très riche, je voudrais faire trois remarques concernant OPCVM IV.

Tout d'abord, cette Directive OPCVM IV est la dernière grande réforme d'avant-crise dans le domaine de l'*asset management*. 3 objectifs majeurs y sont présents :

- ▶ la concurrence et les gains d'efficacité possibles, notamment avec les *master feeders*;
- ▶ la protection du consommateur, et sur ce plan, la réforme est en avance sur son époque;
- ▶ l'ouverture de l'espace européen.

Certes, la réforme n'atteint pas la perfection, mais elle offre de nombreux avantages dont il faudra tirer parti.

A contrario, se présentent à nous les réformes de l'après-crise qui cherchent à tirer les enseignements de la crise financière, avec en particulier les directives AIFM et OPCVM V, dont nous avons parlé, mais également avec les réformes sur les titres, et la nouvelle version de la Directive MIF, qui ne sont pas sans implications. Ainsi, il y a une sorte d'extraordinaire convergence de réformes qui vont

impacter les *asset managers*. Nous entrons donc dans une nouvelle ère de la gestion.

Enfin, troisième remarque, le métier de la gestion est un métier magnifique, qui combine parfaitement le processus industriel et l'intelligence financière. Effectivement, c'est un métier industriel dont les rouages sont des personnes intelligentes, sophistiquées, dans le cadre stimulant de la finance et de la concurrence.

Mon expérience au sein de Paris Europlace, mais également du Haut Comité de Place, permet d'affirmer que les acteurs de la Place travaillent ensemble pour constituer un « pack » uni, même si, bien sûr, chacun défend ses intérêts. Cette cohésion nous donne une force incroyable, qui est enviée, et qui n'a pas été suffisamment exploitée dans le domaine de l'*asset management*. Nous devons essayer de l'exploiter mieux encore, de manière à concurrencer davantage le Luxembourg; la France a toutes les qualités et les capacités pour le faire.

Les initiatives du rapport commandé par le Haut Comité de Place sont un premier pas. Elles sont utiles et importantes mais il faudra encore des initiatives prospectives, plus proactives, pour se préparer au long chemin à parcourir. C'est la combinaison, d'une union de la Place de Paris et d'une vision industrielle de ce que nous voulons

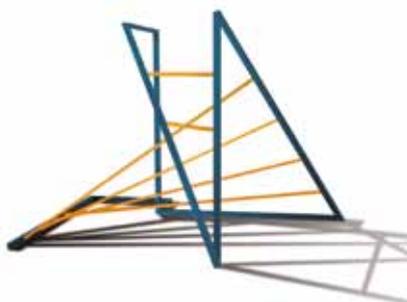
faire, qui nous permettra d'anticiper les défis à relever.

Ces défis de l'industrie de l'*asset management* sont en effet nombreux :

- ▶ l'univers de l'*asset management* a beaucoup changé depuis quelques années, et les performances n'ont pas été merveilleuses, compte tenu de la chute de la bourse et de la faiblesse des taux. Les clients sont donc devenus exigeants, avec l'envie de retrouver un alpha plus élevé;
- ▶ l'industrie est puissante mais trop dispersée, éclatée;
- ▶ les réglementations en cours modifient l'environnement, d'une part à travers les nouvelles régulations et directives décidées au niveau de la communauté européenne, d'autre part à travers Bâle III, car certaines directives incitent le système financier bancaire traditionnel à la ré-intermédiation et à l'allongement des ressources;
- ▶ nous sommes dans un univers de mondialisation de l'épargne, avec l'objectif d'aller chercher l'épargne excédentaire en Asie ou dans certains pays émergents, et donc notre challenge sera d'avoir une présence internationale adaptée.

Ainsi le modèle même de la gestion propriétaire, encore extrêmement puissant et qui a fait la force de la France, va être très secoué. Il a déjà été secoué par l'architecture ouverte, mais le sera davantage encore par le fait que la frontière entre les banques de financement et d'investissement d'une part, et les *asset managers* d'autre part, est en train de disparaître.

Nous avons une industrie extrêmement dynamique et puissante, essayons alors simplement de rester unis, de prendre des initiatives ensemble et d'anticiper les différentes évolutions. On verra alors que nous sommes capables d'aller conquérir le monde et de nous y défendre, pour prendre la place qui est la nôtre. ■



"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**  
Le 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 Roncey  
Crédit photos : Éric Thibaud  
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](http://www.afti.asso.fr)

ISSN : 1262-2109