

Spécial Conférence n° 53

Conférence AFTI du 4 février 2022

Actualité, enjeux et perspectives de l'administration de fonds

Introduction

Pierre Jond, *Président AFTI*

Je souhaite la bienvenue aux participants de cette conférence organisée conjointement avec l'AFG, la FBF, France Invest sur le thème « Actualité, enjeux et perspectives de l'administration de fonds ».

Avant d'entrer dans le vif du sujet, je voudrais vous livrer une réflexion sur le monde de la gestion et de l'administration de fonds. Ces deux intervenants me font penser à une balançoire où deux enfants montent et descendent à l'extrémité d'une poutre. L'un va forcément avec l'autre : la gestion a besoin de son administrateur pour officialiser ses résultats et permettre la collecte de nouveaux capitaux. L'administrateur a simplement besoin de clients qui sont les gestionnaires. Entre les deux s'exerce un mouvement de balancier. La gestion développe de nouveaux concepts tandis que l'administration de fonds essaie de comprendre comment mettre ces nouveaux instruments dans ses outils et procédures, pour s'assurer que tout fonctionne de manière

simple et efficace, de façon automatisée. Une fois cette adaptation réalisée, les gestions innovent encore et le cycle recommence, dans un perpétuel mouvement de balancier pour arriver à rééquilibrer l'innovation des gestions et l'efficacité du monde de l'administration. L'AFTI, en tant que représentant des acteurs du post-marché en France, représente également les administrateurs de fonds. Pour en savoir plus sur cette activité, je vous renvoie au site de l'AFTI, sur lequel vous trouverez le guide des bonnes pratiques professionnelles de l'administration de fonds.

RÉSILIENCE, MAIS PAS COMPLAISANCE

La crise du Covid du printemps 2020 a montré l'extraordinaire résilience de l'administration de fonds. Les volumes de transactions ont été multipliés par 4, les volumes de dérivés ont parfois été multipliés par 8 tandis que les valeurs liquidatives ont continué à être calculées, produites et diffusées. Le marché a

beaucoup tangué et nous avons tous un œil un peu soucieux sur le volume de rachats de parts. En effet, la combinaison de la baisse des marchés et des sorties de capitaux forme un cocktail qui peut se révéler explosif. L'AFTI a mené des travaux entre la mi-2020 et la mi-2021 sur les enseignements de cette crise. De ces enseignements sortiront les deux premiers thèmes de cette conférence : les méthodes anti-dilutives ou comment faire face à des problématiques de liquidité dans les fonds, et le recalcul et la validation implicite des valeurs liquidatives. La crise a mis en évidence la nécessité de simplifier les flux de validation des valeurs liquidatives tout en minimisant les demandes de recalcul de ces valeurs liquidatives.

Après la crise vient la reprise. Le troisième thème abordé ce matin sera concentré sur le nouveau plan comptable OPC, sujet structurant s'il en est.

Les méthodes anti-dilutives

Yves Gaveau, Senior Expert Veille réglementaire AdF - Caceis
Morgane Seveno, Product Manager Fund Distribution - SGSS

LE CONTEXTE HISTORIQUE

Les méthodes anti-dilutives pour les OPC français ont fait l'objet de deux publications : la charte de bonne conduite pour le Swing Pricing, publiée par l'AFG en 2014, et la première version du guide technique relatif à l'application des méthodes anti-dilutives, publiée par l'AFTI en 2015. Le swing pricing a été autorisé par l'AMF sous la condition que l'AFG publie sa charte de bonne conduite. Depuis, les besoins ont évolué. En 2014, l'objectif de la Place était la compétitivité des OPC français face à leurs confrères luxembourgeois ou irlandais. Ceux-ci avaient déjà mis en place le swing pricing afin de réduire l'impact du coût de réaménagement des portefeuilles lors de souscriptions ou de rachats, de manière que l'investissement - en cas de souscription - ou le désinvestissement - en cas de rachat - n'impacte pas les porteurs restant dans l'OPC. Aujourd'hui, il s'agit de faire face à la survenance d'une crise des marchés, qui impose de mettre en place des outils de gestion de la liquidité.

LES OUTILS DE GESTION DE LA LIQUIDITÉ

Nous avons étudié l'ensemble des mécanismes de gestion de la liquidité à la disposition des gérants d'actifs :

- Side pocket : suite à une modification de la loi Pacte, l'AMF a modifié en mai 2021 leur processus de traitement auquel les acteurs se sont adaptés ;
- Gates : nous avons travaillé depuis plusieurs années au niveau des centralisateurs à l'automatisation du processus de traitement des Gates sur la collecte des souscriptions-rachats, de manière à pouvoir étaler les demandes de rachats dans les carnets et reporter ou annuler le reliquat à la valeur liquidative suivante. Si cette automatisation a été réalisée par la majorité des acteurs de la Place, la communication entre acteurs reste manuelle dans des délais très courts. De ce fait, le mécanisme des Gates ne peut s'appliquer que pour des petits volumes et non en cas de crise majeure ou systémique ;
- D'autres outils existent, tel que le rachat en nature ou In Kind, le préavis incitatif ou

impératif, ou encore la suspension (soft closing ou hard closing). Si le hard closing est très simple à mettre en place au niveau des centralisateurs, le soft closing se révèle plus délicat car nous n'avons pas connaissance du bénéficiaire final.

FOCUS SUR LE SWING PRICING ET LA MÉTHODE ADL

- **La méthode Anti Dilution Levy (ADL)** consiste à appliquer des droits ajustables à l'ensemble des opérations de souscription-rachat de clôture du jour. Ces droits deviennent modifiables dans les carnets du centralisateur, même après l'envoi de la collecte estimée au gérant d'actifs. L'asset manager prend la décision d'utiliser cette méthodologie et demande de modifier l'ensemble du carnet d'ordre de souscription-rachat pour appliquer ces droits à la collecte. Le principe de la méthode repose sur l'information du gérant d'actifs - qui nous demande de modifier les droits acquis -, alors qu'après la clôture, la collecte est non modifiable. En effet, l'ensemble des acteurs a été prévenu (sous-conservateurs de nos investisseurs) et ces teneurs de compte conservateurs ont normalement eu connaissance du montant estimé qui doit être dénoué sur la base des droits initiaux que nous leur avons communiqué dès la clôture.

- **La méthode du Swing Pricing comprend deux sous-méthodes :**

- La méthode dite de Swing factor : les conditions de déclenchement indiquées par la société de gestion sont paramétrées dans nos outils (par exemple, le déclenchement au premier euro), de même qu'un facteur (par exemple un pourcentage appliqué à la valeur liquidative après estimation du coût de réaménagement du portefeuille : si j'ai davantage de souscriptions que de rachats, je vais prendre un petit pourcentage par rapport à l'actif net par une simple écriture comptable de provision).
- Et la revalorisation du portefeuille selon des conditions de marché (cours acheteurs ou vendeurs) nécessitée par le surcroît de souscriptions ou de rachats dans le carnet

d'ordre. S'il y a beaucoup plus de souscriptions que de rachats, le gérant devra acheter des titres pour investir ces souscriptions et nous demandera d'utiliser des cours correspondant au cours d'achat des titres de façon à faire monter la VL et prendre en compte, dans le calcul de la VL, le coût de réaménagement du portefeuille. Cette seconde méthode est plus complexe que la première, qui est, elle, entièrement automatisée, car elle nécessite des échanges avec la société de gestion, généralement des forçages de cours.

Ces deux méthodes sont appliquées par l'administrateur de fonds sur la VL et lui permettent de publier une VL nette qui sera utilisée pour le dépouillement des souscriptions-rachats.

Petit point de vocabulaire : il est question de partial swing pricing lorsque le swing pricing s'applique à partir d'un certain seuil de déclenchement (le calcul du swing est déclenché à partir du moment où les souscriptions-rachats représentent un certain montant ou pourcentage de l'actif net). Dans le cas du full swing pricing, le swing pricing est déclenché dès qu'il y a un euro d'excédent de souscription ou de rachat.

Nous avons comparé l'impact de ces deux méthodologies sur les acteurs au quotidien. Lors de la première étape, au niveau du centralisateur (T/A), la société de gestion reçoit une collecte estimée quelle que soit la méthode retenue. Lors de la deuxième étape, l'administrateur de fonds n'a pas d'impact dans le traitement de la méthode ADL alors qu'il intervient dans l'application du swing pricing pour recalculer une nouvelle valeur liquidative, appelée « VL swinguée ». Ensuite, en fonction des méthodes utilisées, la société de gestion valide la valeur liquidative (une VL standard pour la méthode ADL, et une VL swinguée pour celle du swing pricing). Lors de la dernière étape, pour la méthode ADL, le centralisateur doit recalculer les droits sur l'ensemble de la collecte alors qu'il n'a aucun impact dans la chaîne pour la méthode du swing pricing : il reçoit une VL swinguée qu'il applique dans son carnet. Il ne sait même pas que la VL a été swinguée ; il valorise l'ensemble de ses

Méthodes anti-dilutives – Méthode des droits ajustables

33%

Taux de mise en œuvre au sein des administrateurs de fonds

N/A

Charge estimée à la mise en œuvre

N/A

Degré d'automatisation

Avantages

- Le paramétrage système est réalisé chez le Centralisateur qui calcule les montants de frais à appliquer et informe ensuite les valorisateurs et dépositaires
- Pas de charge de travail supplémentaire chez les administrateurs de fonds pour lesquels le processus est transparent

Limites et restrictions

- Point de vigilance en cas de plateforme type izness et blockchain

Inconvénients

- Risque d'allongement du traitement des collectes les centralisateurs et donc de recevoir hors délai les collectes à comptabiliser
- Paramétrage conséquent chez les centralisateurs
- La mention des frais dans le prospectus peut être un frein commercial

Conclusion

- Cette méthode a la préférence des administrateurs de fonds car elle est entièrement gérée par le centralisateur. Dans la pratique cette méthode n'est que partiellement répandue sur le marché de par sa complexité de mise en œuvre chez les Centralisateurs.

12

Méthodes anti-dilutives – Swing pricing avec facteurs

100%

Taux de mise en œuvre au sein des administrateurs de fonds

Moyen

Charge estimée à la mise en œuvre

Elevé

Degré d'automatisation

Avantages

- Processus intégré dans le calcul des VL
- Méthode de calcul ajustable si besoin
- La VL swinguée est la VL publiée

Limites et restrictions

- La SDG doit être capable fournir le swing factor, les thresholds et de mettre en place une politique claire et stable en la matière
- La mise à jour des facteurs reste peu automatisée, une mise à jour "massive" des swings factors par de nombreux clients et de façon simultanée (ex en cas de forte perturbation de marché) est porteuse de risques (erreurs) et d'allongement des délais de traitement des VL
- Point d'attention : en cas de fonds multi share classes, la reprise de la provision peut s'effectuer sur des coefficients différents par rapport à la dotation.

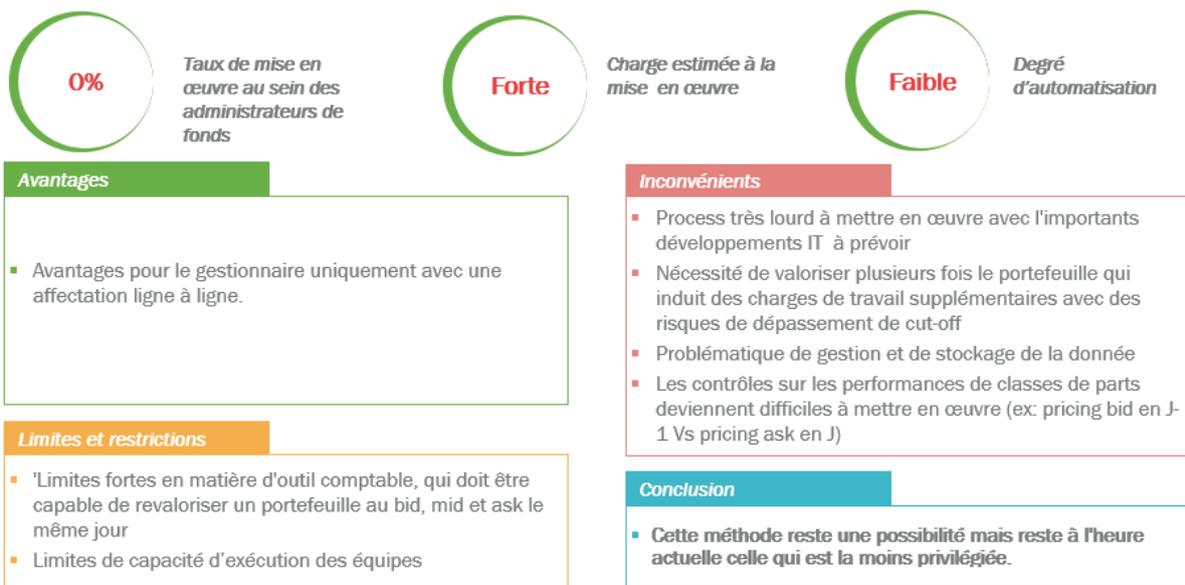
Inconvénients

- Paramétrages conséquents pour la mise en œuvre
- Risques opérationnels (de manualité) en cas de changements de facteurs ou de seuils de déclenchements
- Nécessité de calculer plusieurs VL (normale et swinguée)
- Flux à mettre en place avec le centralisateur pour intégrer la collecte estimée
- Les changements de thresholds et facteurs peuvent être un process lourd en cas de forte volatilité des marchés
- Piste d'audit : manque de transparence sur le calcul de la provision lorsqu'elle est réalisée par la société de gestion
- Pas d'historisation de la VL nette avant swing
- Complexité du traitement des frais de gestion

Conclusion

- Solution alternative privilégiée car elle déjà implémentée chez tous les administrateurs de fonds et simplifie les processus chez les Centralisateurs.

Méthodes anti-dilutives – Swing pricing avec repricing



14

ordres pour dénouer avec les différentes contreparties et sous-conservateurs de la Place.

En résumé, si le calcul de la VL est très simple avec la méthode ADL, il devient plus complexe avec le swing pricing (très automatisé dans le cas du swing pricing avec swing factor, et beaucoup moins automatisé avec repricing du portefeuille). Lors du dépouillement des souscriptions-rachats, la complexité se retrouve dans la méthode ADL : le T/A doit appliquer des droits ajustables à la VL pour faire ce dépouillement, alors qu'avec la méthode swing pricing, le dépouillement se fait sur la VL publiée. De ce fait, le coût de réaménagement du portefeuille, dans le cas de la méthode ADL, est extériorisé pour le porteur qui voit les droits recalculés. Avec la méthode du swing pricing, le coût de réaménagement est totalement transparent pour le porteur.

En conclusion, les groupes de travail de l'AFTI « flux et stocks OPC », en charge de la collecte des souscriptions-rachats, et « administration de fonds » préconisent fortement l'application de la méthode swing pricing

avec facteurs, déjà largement utilisée par les gérants d'actifs, connue, automatisée dans les chaînes de l'administration de fonds et bénéficiant d'un taux STP très élevé. De plus, elle est indolore et sans impact pour le centralisateur et la collecte des ordres de souscription-rachat.

Vous trouverez ci-dessous des tableaux issus du guide AFTI sur les méthodes anti-dilutives, permettant de comparer en détail les trois méthodes : avec droits ajustables, swing pricing avec facteurs, swing pricing avec repricing.

Pour mémoire, les deux guides de l'AFTI et de l'AFG ont été réactualisés en 2020 et 2021 :

<https://www.afti.asso.fr/wp-content/uploads/2021/10/GUIDE-Tech-anti-dilutive-AFTI-pratique-de-marche%CC%81-ADL-V.07.pdf>

<https://www.afg.asso.fr/afg-document/swing-pricing-charte-de-bonne-conduite/>

Questions de la salle : a-t-on des statistiques sur le nombre de fonds qui ont soit des swing soit des gates ? L'AMF privilégie les gates, n'est-ce pas ?

Yves Gaveau : Nous ne disposons malheureusement pas de statistiques globales de la Place.

Morgane Seveno : Nous avons ressenti en 2021 une augmentation importante du mécanisme des gates dans les prospectus (nouveaux ou mis à jour) pour pouvoir les activer si besoin. Les acteurs de la Place ont effectué de gros développements pour pouvoir traiter les gates de manière massive.

Table ronde 1 : Recalcul et validation implicite des valeurs liquidatives

Animatrice : **Helena Vrignaud**, Directrice Fiscalité et Comptabilité – AFG

Intervenants : **Mathieu Marie**, Head of Fund Administration Operations France – BPSS

Aziz Adda, Juriste Financier – SGSS

Lise-Hélène Etienne-Brunon, Secrétaire Général – RCCI, AMPEGEST, Vice-Présidente de la Commission Comptabilité et Reporting de l'AFG

Nathalie Declercq, Responsable Onboarding Fund & Events – BNP Paribas AM

Helena Vrignaud : Cette table ronde offre l'occasion d'échanger sur la nouvelle pratique de marché publiée fin 2021 par l'AFTI relative au recalcul de la valeur liquidative d'un OPC et d'étendre la discussion à la validation implicite de la VL.

Côté administrateur de fonds, que signifie précisément cette pratique de marché ? S'applique-t-elle aux différents marchés, notamment au marché monétaire ?

Aziz Adda : La valeur liquidative d'un OPC se calcule en divisant la valeur de l'actif net par le nombre de parts ou d'actions en circulation. Cependant, des erreurs peuvent être constatées et le valorisateur va être amené à la corriger et à la recalculer. Dans certains cas, la société de gestion peut subir un préjudice financier et une procédure d'indemnisation peut être engendrée. Cette procédure est prévue en général par des règles contractuelles ou par la réglementation. Afin d'éviter des retards ou des coûts démesurés, des seuils de matérialité sont mis en place (seuls les impacts significatifs permettent de mettre en œuvre un recalcul ou une indemnisation). Cette nouvelle pratique de marché installe un seuil de matérialité de 0.10 % de la VL, qui doit être contractualisé entre le valorisateur et la société de gestion. En revanche, il n'a pas été retenu de seuil de matérialité pour le marché monétaire, où les variations sont très faibles.

Pour être accepté, le changement doit être compris. Pouvez-vous nous expliquer les difficultés rencontrées ayant conduit à mettre en place cette pratique de marché ?

Mathieu Marie : Ces difficultés dans le recalcul ne sont pas nouvelles. Il y a toujours un contexte historique. Pour la validation des VL par la société de gestion, il faut revenir en 1988, à la parution de la loi 88-12-01 sur les SICAV, et des diffusions erronées. C'est à ce moment-là que les sociétés de gestion ont

demandé à valider leur VL avant la diffusion sur le marché. De plus les directives UCITS et AIFM ont rappelé que les sociétés de gestion étaient responsables de la valorisation de leurs fonds, même en cas de délégation de la fonction administration de fonds. La pandémie - malgré des volumes de transactions qui ont quadruplé - et la démocratisation du télétravail, n'ont pas eu un impact plus prononcé : les causes de recalcul restent inchangées.

Avez-vous une idée du poids que représentent ces recalculs de la VL ?

Mathieu Marie : 1,5 % des VL sont recalculées chaque jour, principalement en raison de transactions manquantes ou de prix erronés. Sur 1 000 fonds par exemple, cela représente un ETP. 80 % de ces recalculs ont un impact sur l'actif proche de 0 point de base (1 à 2 maximum).

D'après Mathieu, la pandémie n'a pas eu de conséquence notable sur ces recalculs de VL depuis mars 2020. Êtes-vous d'accord Aziz ?

Aziz Adda : Nous n'avons pas non plus subi une augmentation des demandes, mais il semble que plusieurs acteurs du marché aient été confrontés à des problématiques pendant cette période sanitaire, en majorité des acteurs du private equity qui n'ont pas pu ou su refuser des demandes de recalcul.

Quels sont les impacts d'un recalcul de VL pour l'administrateur de fonds ?

Mathieu Marie : Un recalcul nécessite minimum 45 mn : il faut pouvoir annuler la comptabilité dans l'outil, relancer, avoir une liste de contrôle à redérouler parce qu'il faut s'assurer qu'aucun problème supplémentaire ne vienne s'ajouter à la NAV (valeur nette de l'actif) : un repricing des titres sous-jacents ou un élément que nous n'avons pas vu et qui

s'est ajouté entretemps est toujours possible. Les risques opérationnels sont accrus de par l'aspect manuel ajouté sur ce recalcul. Pour l'administrateur de fonds, c'est aussi un chamboulement organisationnel parce qu'il faut changer de priorité dans le planning de chaque comptable. Il faut également faire des choix : que privilégier ? faut-il recalculer la VL rejetée en priorité ou bien s'affranchir des fonds à soumettre ? Ces questions peuvent apporter des temps de latence et des frustrations.

Et pour la société de gestion ?

Nathalie Declercq : Malgré la délégation donnée à l'administrateur de fonds, la société de gestion reste responsable vis-à-vis des autorités de tutelle et doit surveiller l'activité du calcul de la VL ; elle doit aussi s'assurer de la cohérence des prix et veiller à ce que les transactions soient bien intégrées dans la valeur liquidative. Comme l'ont indiqué Mathieu et Aziz, les recalculs sont mineurs (environ 1,5 %) et n'ont pas évolué depuis la crise sanitaire. Nous devons lancer un plan d'action afin de limiter ces recalculs en intégrant les prix et les transactions manquants dans les valorisations plutôt que de mettre en place des validations implicites.

Comment fonctionne ce concept de responsabilité lors du recalcul de la VL ?

Lise-Hélène Etienne-Brunon : En cas de calcul ou de recalcul, c'est bien la société de gestion qui est responsable de la valeur liquidative du fonds, comme le rappelle le Règlement général et les différentes instructions-recommandations publiés par l'AMF. La société de gestion doit mettre en place des procédures et des politiques permettant de s'assurer que la VL publiée est correcte. Si ces travaux de calcul et de tenue de comptabilité sont de plus en plus délégués à l'administrateur de fonds, c'est bien la société de gestion qui, à la fin, se verra sanctionnée en

cas d'erreur de calcul ou devra indemniser les porteurs.

Cette nouvelle pratique de marché provient des administrateurs de fonds. Quelle est leur responsabilité ?

Mathieu Marie : Même si la société de gestion est responsable de la VL aux yeux du régulateur, l'administrateur de fonds l'est également puisqu'il est lié contractuellement à la société de gestion. Lorsque sa responsabilité est engagée lors d'une VL fautive par exemple, l'administrateur accompagne la société de gestion et prend les actions nécessaires, que ce soit en termes de contrôle ou d'indemnisation le cas échéant.

Quelle est l'avis des sociétés de gestion sur la mise en place de cette pratique de marché et de ces seuils ?

Lise-Hélène Etienne-Brunon : La probabilité de devoir jouer ensemble pour les recalculs de VL est tout à fait audible. En revanche, elle doit être décidée de part et d'autre et faire l'objet d'une négociation entre le prestataire effectuant la valorisation et la société de gestion. C'est à la société de gestion de décider quel est le seuil de matérialité acceptable en fonction de ses stratégies et de ses actifs investis. Il me semble compliqué d'imposer des règles de Place puisque chaque société de gestion est responsable vis-à-vis de ses porteurs.

Partagez-vous ce point de vue ?

Nathalie Declercq : Je suis tout à fait d'accord avec ce qui vient d'être dit. Ce type de règle ne peut être appliqué par l'administrateur de fonds qu'après un accord contractuel avec la société de gestion et ne peut pas se négocier au niveau d'une pratique de marché. Les sociétés de gestion tiennent à garder une validation explicite au sein des entités et notamment sur les fonds ayant des stratégies plus sensibles, tels les fonds monétaires et structurés.

Avec cette pratique de marché, les administrateurs de fonds ont essayé de trouver une première solution la plus acceptable par les sociétés de gestion. Cette pratique correspond-elle à vos attentes ? Avez-vous l'intention d'aller un peu plus loin par rapport à ce qui se pratique à l'étranger ?

Aziz Adda : Nous trouvons ce pourcentage encore trop bas et nous confirmons qu'il ne prend pas en compte le particularisme de chaque type de fonds. Il aurait été intéressant de s'inspirer d'une circulaire luxembourgeoise (02-77) qui fixe des seuils de matérialité différents en fonction de la typologie des fonds. Par exemple, ce seuil est fixé à 0,25 % de la valeur nette d'inventaire (VNI) pour les OPC monétaires, à 0,50 % pour les OPC obligataires, à 1 % pour les OPC d'actions et à 0,50 % pour les OPC mixtes. Nous craignons que ce pourcentage de 0,10 % normalise un seuil de matérialité envisagé comme un minimum au départ. Au-delà de ces questions de seuil vient s'ajouter la notion de validation implicite directe de l'administrateur de fonds.

Pensez-vous que nous arriverons un jour à la validation implicite de la VL en France ?

Mathieu Marie : Cela dépend surtout du souhait des sociétés de gestion, auquel les administrateurs de fonds doivent pouvoir s'adapter. Pour les fonds monétaires ou les stratégies particulières la NAV doit être contrôlée par la société de gestion qui effectue la validation. Les stratégies un peu moins complexes avec des mouvements plus « sporadiques » ne nécessitent pas forcément une revue ou une validation de la société de gestion. Côté administrateur, nous devons adapter nos outils avant de pouvoir procéder à la validation implicite puisque tous les acteurs sont actuellement reliés entre eux dans le processus de validation.

Quel est l'avis des sociétés de gestion concernant la validation implicite ?

Lise-Hélène Etienne-Brunon : Nous ne sommes pas contre une VL implicite sur des stratégies vanille : si nous sommes d'accord avec le calcul transmis par l'administrateur de fonds, nous pourrions accepter de simplifier le processus de validation en fixant un délai au-delà duquel la VL sera validée et ensuite publiée. Cependant, la valeur liquidative définitive a beaucoup d'impact puisque c'est elle qui conditionne l'entrée et la sortie des souscripteurs. C'est aussi à partir de cette VL que se mesure la performance du gérant et que sont calculées les notes permettant à la société de gestion de collecter des fonds et de trouver des investisseurs. La question qui se pose est : l'administrateur de fonds est-il prêt à traiter le sujet si la société de gestion

lui fait part de son désaccord dans le délai imparti ?

Question de la salle : la société de gestion reste responsable du calcul de la VL mais, dans la pratique, ne va-t-elle pas toujours se retourner vers l'administrateur de fonds, ce qui implique in fine une responsabilité de l'administrateur ?

Lise-Hélène Etienne-Brunon : Je suis d'accord pour admettre cette chaîne de responsabilité mais en cas d'erreur de calcul de la VL et d'indemnisation susceptible d'être remboursée par l'administrateur, la société de gestion reste responsable vis-à-vis des porteurs et de ses relations avec les investisseurs. Et en cas de manquement, elle subira la sanction de l'AMF.

Mathieu Marie : J'ajouterais que la société de gestion ne se retourne pas toujours vers l'administrateur en fonction de la source de l'erreur. Il y a correction ou indemnisation si l'erreur provient de l'administrateur.

Aziz Adda : S'il est nécessaire de distinguer la responsabilité administrative vis-à-vis de l'AMF de la responsabilité contractuelle - qui nécessite une réparation civile -, il n'est pas possible d'affirmer que la responsabilité appartient à l'administrateur de fonds.

Nathalie Declercq : Non, en aucun cas puisque, en cas de litige entre l'administrateur de fonds et la société de gestion, l'indemnisation des porteurs sera toujours à la charge de la société de gestion. La délégation de l'administration des fonds n'enlève en rien la responsabilité de la société de gestion envers ses porteurs et l'autorité de tutelle, et cette délégation doit être contrôlée.

Question de la salle : l'administrateur a-t-il une obligation de moyen ou de résultat ?

Mathieu Marie : Nous avons une obligation de résultat dans les limites des exigences de la société de gestion.

Table ronde 2 : Nouveau plan comptable OPC

Animateur : **Julien de Roquette Buisson**, Senior Manager - Ailancy

Intervenants : **Nathalie Nicolas**, Directrice technique des normes comptables privées - ANC

Philippe Legrand, Managing Director, Country Head France, Client Coverage - RBC ITS

Laureline Goineau, Compliance Manager - Oversight & Third parties - Axa Investment Managers

Raphaëlle Alezra-Cabessa, Directrice I Asset Management - PwC

Fabien Crégut, Associé RSM France

Julien de Roquette Buisson : Cette table ronde traite du nouveau règlement (2020-07) relatif aux comptes annuels des organismes de placement collectif à capital variable, qui est applicable aux exercices ouverts à compter du 1er octobre 2023. Elle abordera les grandes nouveautés de ce plan comptable telles que souhaitées par l'Autorité des normes comptables (ANC) ainsi que les principaux enjeux et défis à relever pour les premiers acteurs concernés (sociétés de gestion, administrateurs de fonds et commissaires aux comptes).

Cette première question s'adresse à Nathalie Nicolas, représentante de l'ANC. Ce règlement est d'abord né d'un besoin émanant des sociétés de gestion. Quels étaient les objectifs de l'ANC en démarrant les travaux de ce nouveau plan comptable des OPC ?

Nathalie Nicolas : Nous souhaitons en effet prendre en compte les demandes des sociétés de gestion et les changements liés notamment à l'entrée en vigueur du règlement européen sur les fonds monétaires. Nous devons également tenir compte des modifications du Code monétaire et financier quant à la définition du résultat net (prise en compte des plus ou moins-values dans le résultat) permettant une meilleure comparabilité en France et à l'international. Il nous a donc fallu moderniser un texte qui datait de 2003 même s'il avait été modifié à chaque arrivée de nouveaux véhicules. Nous avons réalisé que l'ajout de briques ne suffisait pas à l'harmonisation des règles préexistantes. Un règlement par type de véhicule n'était pas très lisible : nous avons donc travaillé à établir des principes généraux, des règles de comptabilisation et de valorisation davantage adaptables dans le cadre de futures évolutions.

Raphaëlle et Fabien, en tant que commissaires aux comptes, vous avez tous les deux participé aux travaux de Place pour la mise en place de ce nouveau règlement comptable en tant que commissaires aux comptes. Pouvez-vous nous en présenter les principaux changements ?

Raphaëlle Alezra-Cabessa : Ce nouveau règlement apporte des changements majeurs tant sur le fond que sur la forme puisque près de 50 % des articles et des numéros de compte ont été modifiés. Ces changements portent sur le périmètre des fonds, les traitements comptables de certaines opérations et la présentation des états financiers (bilan, compte de résultat et annexe).

Concernant le périmètre, le règlement introduit une section spécifique aux fonds monétaires. Il nomme spécifiquement dans son périmètre de fonds concernés les Sociétés de libre partenariat (SLP) et les Organisme de Financement Spécialisé (OFS). Les trames de fonds maîtres et nourriciers ont été supprimées du règlement comptable.

Concernant les traitements comptables, les principaux changements sont les suivants :

-les plus et moins-values latentes et réalisées qui figuraient dans le capital des OPC seront désormais inscrites au compte de résultat ;

-les écarts de change latents et réalisés sur les instruments financiers ne seront plus présentés distinctement, mais intégrés dans les plus et moins-values latentes et réalisées ;

-le plan comptable précédent prévoyait une option sur la comptabilisation des frais d'acquisition dans des mouvements sur titres (soit dans le prix de revient, soit de manière distincte) : ces frais d'acquisition seront désormais exclus ;

-les changes à terme étaient auparavant

présentés au bilan à l'actif et au passif ; désormais, ils devront être présentés dans les positions hors bilan ;

-enfin, le règlement comptable a transposé les modifications apportées par le code monétaire et financier sur la possibilité de distribuer le latent exclusivement dans les fonds monétaires. Cette possibilité figure désormais explicitement dans le plan comptable et une section lui est dédiée.

La présentation des états financiers se voit changer de manière significative.

Ainsi, pour les fonds chapeau à compartiment, les comptes consolidés/agrégés sont supprimés. Cela signifie qu'il n'y aura plus de comptes combinés agréant le bilan actif-passif et le compte de résultat de tous les compartiments, mais un rapport par compartiment. Pour les commissaires aux comptes, il n'y aura plus de rapport unique portant des SICAV à multi-compartiments mais un rapport par compartiment.

La présentation du bilan actif a également été sensiblement modifiée. Tous les fonds auront la même trame. Au sein de la présentation des obligations, une section a été dédiée aux obligations convertibles, qui feront également l'objet d'informations spécifiques dans l'annexe. La présentation des OPC a été simplifiée en trois catégories : les OPCVM, les FIA et les autres, alors qu'auparavant, plusieurs catégories existaient selon la nature des fonds et leur domiciliation.

Le hors bilan est supprimé, mais les expositions et les positions hors bilan seront présentées en annexe dans les tableaux d'exposition.

Le compte de résultat est très sensiblement modifié : selon le règlement comptable n°2014-01, le compte de résultat présente les produits financiers et les frais de gestion donnant un résultat net. Désormais le compte de résultat intégrera trois catégories de soldes intermédiaires : le résultat net, qui correspond à celui que nous

connaissions, auquel se rajouteront les plus et moins-values nettes réalisées et les plus et moins-values nettes latentes. Toutefois, ces trois postes resteront des sommes distribuables indépendamment les unes des autres. Le latent sera distribuable uniquement pour les fonds monétaires.

L'article 411-1 stipule désormais que : « L'annexe doit mettre en évidence tout fait pertinent, c'est-à-dire susceptible d'avoir une influence sur les décisions des investisseurs ». Ainsi, de nouvelles informations doivent figurer en annexe. Tout d'abord, le rappel de la stratégie d'investissement (cette information figurait dans le rapport de gestion), ainsi que les instruments financiers utilisés et le profil d'exposition du fonds ; ces informations seront tirées du prospectus. Ensuite, l'annexe devra comporter de nouvelles informations relatives aux expositions à la fois directes et indirectes, aux obligations convertibles, et une information sur l'exposition directe aux marchés de crédit visant à catégoriser les produits de taux en portefeuille selon trois catégories : investment grade, non investment grade et non noté. Pour les fonds de fonds (qui contiennent plus de 10 % d'OPC en portefeuille), l'annexe devra lister tous les OPC et donner différentes informations sur la société de gestion, le code ISIN, le pays de domiciliation, la devise, l'orientation des placements et la stratégie du fonds sous-jacent.

Y a-t-il des spécificités liées aux fonds de capital-investissement ?

Fabien Crégut : La modification principale du nouveau règlement porte sur la disparition d'une présentation des comptes annuels spécifique aux fonds de capital-investissement.

Le nouveau règlement apporte des précisions :

- le tableau d'évolution des capitaux propres donne une information avec les montants cumulés en fin d'exercice donc la variation n'apparaît que dans la colonne variation ;
- si les dispositions du règlement le permettent, la quote-part du boni affectable aux parts de carried interest peut être provisionnée ;
- dans l'annexe, un certain nombre de tableaux d'exposition aux risques seront repris, mais peu d'informations complémentaires seront données par rapport à

l'existant ; bien entendu, ces tableaux d'exposition aux risques ne seront fournis que si les fonds de capital investissement sont concernés ;

- quelques nouveaux tableaux seront intégrés dans l'annexe et ne présenteront pas de difficulté, en particulier une information sur les appels distribution au cours de l'exercice (auparavant cette information figurait souvent dans les rapports de gestion).

Cet aspect administratif et comptable est souvent délégué au valorisateur. Ce nouveau règlement comptable vous touche-t-il de près ou bien laissez-vous cette responsabilité au valorisateur ?

Laureline Goineau : Si de nombreuses sociétés de gestion ont externalisé cette prestation, ce n'est pas le cas de toutes. Pour celles que ne l'ont pas externalisée, il est important qu'elles se sentent concernées car elles seront encore davantage impactées. Comme cela a déjà été débattu dans la table ronde précédente, la société de gestion reste responsable de sa valeur liquidative mais aussi des informations figurant dans le rapport annuel. Elle doit donc s'intéresser à ces évolutions comptables et, dans la lignée des différentes initiatives prises précédemment pour que la Place française soit compétitive, s'en féliciter car elles rendent les comptes davantage comparables. Même si ce règlement ne changera pas notre façon de procéder au quotidien dans la gestion de nos fonds, il aura un impact important, notamment dans l'évolution du compte de résultat : le fait de regrouper au même endroit le compte de résultat, les plus et moins-values latentes et réalisées permettra aux investisseurs de visualiser rapidement les richesses dégagées durant l'exercice et de les comparer avec celles de fonds commercialisés dans d'autres pays. Nous avons tous intérêt à ce que l'information soit présentée de la manière la plus simple et la plus claire possible dans nos rapports annuels. Nos clients se poseront des questions et il appartiendra à nos services de relations clients d'y répondre et de leur expliquer ces évolutions, comme cela avait été fait il y a une dizaine d'années lors d'une évolution comptable rendant possible la distribution des plus ou moins-values réalisées. Il est donc important que nos équipes soient formées et sensibilisées pour accompagner nos clients dans ces changements.

Les sociétés de gestion doivent également réfléchir aux processus opérationnels à modifier pour préparer sereinement la mise en place du nouveau règlement et s'assurer de la bonne qualité des données qui seront transmises.

Philippe Legrand, vous coprésédez un groupe de travail créé par l'AFTI, l'AFG et France Invest, qui a pour mission de publier un guide de Place sur l'analyse de ce nouveau règlement comptable. A ce titre, pourriez-vous dresser un état des lieux des travaux en cours et nous donner le niveau de maturité de la Place sur le sujet ?

Philippe Legrand : Nous avons été très nombreux (valorisateurs, autorités de tutelle, commissaires aux comptes), à participer pendant deux ans aux travaux de l'ANC. Comme l'a indiqué Nathalie, la version précédente du règlement était ancienne et, comme l'ont précisé Raphaëlle et Fabien, le nouveau règlement apporte des changements significatifs avec des modifications des traitements comptables et de la présentation des états financiers. Et comme l'a souligné Laureline, les sociétés de gestion sont parfois « allergiques » à ces thématiques.

Au fur et à mesure de ces travaux avec l'ANC, il nous est apparu nécessaire, en complément du texte déjà très précis, de créer des groupes de travail au sein de nos associations. L'AFTI avait déjà lancé des travaux au sein de son groupe « administration de fonds » et une analyse préliminaire avait été effectuée par Ailancy, et l'AFG et France Invest ressentaient le besoin d'un groupe de travail commun. Nous avons donc créé 4 groupes de travail dont 3 sont « techniques », qui ont été lancés il y a quelques mois :

- un groupe s'intéresse plus particulièrement aux traitements comptables (détail de l'usage des comptes, schémas comptables, etc.) ;
- un groupe « sociétés de gestion » est dédié à la présentation des états financiers, qui nécessitera davantage d'interactions entre les sociétés de gestion et les valorisateurs que par le passé du fait de la nature des informations ;
- un groupe spécifique au capital-investissement.

Au-dessus de ces trois groupes, un groupe faitier a pour objectif de revoir les recommandations effectuées et de les valider.

Notre premier objectif est d'effectuer une revue très détaillée du texte pour que les praticiens puissent se l'approprier. Second volet, le travail d'appropriation lui-même par les techniciens, qui sera progressif en raison du nombre de changements observé (50 % des articles, comme l'a indiqué Nathalie). Ensuite, nous avons pour but de publier un guide à destination de la Place puisque ce nouveau règlement vise à harmoniser les pratiques et les présentations. La meilleure manière d'homogénéiser est d'expliquer comment s'y prendre et de faire en sorte que tous y concourent (sociétés de gestion, valorisateurs et auditeurs). Le guide aura également pour objet de diffuser l'information au-delà des participants aux groupes de travail puisque le nouveau règlement aura un impact sur l'écosystème de la gestion financière en France.

En qualité de valorisateur, quels sont selon vous les grands enjeux liés à l'adoption de ce nouveau règlement comptable ?

Philippe Legrand : Les enjeux sont à la fois techniques et de communication.

Sur le plan technique, le premier défi porte sur des systèmes informatiques lourds avec une volumétrie très importante – le très grand nombre de fonds en France impose de sortir des millions de valeurs liquidatives et des dizaines de milliers de comptes annuels. Passer d'un plan comptable à l'autre nécessitera de faire coexister, pendant un an, deux plans comptables différents, avec des problématiques non seulement techniques, mais aussi de formation des collaborateurs et d'organisation avec les sociétés de gestion, dans la mesure où la mise en œuvre du nouveau règlement sera progressive. La charge de travail et la charge machine seront significatives. Le choix de la date du 1er octobre plutôt que du 31 décembre 2023 s'explique du fait que nous n'avons pas souhaité basculer en même temps que la plupart des fonds qui clôturent au 31 décembre. Cependant, nous aurons suffisamment de fonds en bascule au 1er octobre, mais pas trop, ce qui permettra d'affiner nos processus avant le dernier trimestre. De plus, le dernier jour ouvré de 2023 est un vendredi, ce qui laissera 3 jours pour opérer la bascule, faire les contrôles et mettre en place les validations nécessaires. Une belle somme de travail pour le réveillon !

En tant que société de gestion, avez-vous identifié d'autres défis opérationnels à venir avec la bascule des fonds ?

Laureline Goineau : Nos défis et impacts opérationnels découlent de ce que Philippe vient d'expliquer. Nous aurons deux façons complètement différentes de fonctionner entre N-1 et N, avec l'impossibilité de comparer ces deux exercices dans le rapport annuel, ce qui peut perturber nos clients et soulever des questions. Un des défis qui se présentent à nous sera de savoir répondre à ces questions et, pour ce faire, de former nos équipes CRM. Par ailleurs, les équipes en charge du contrôle et de la validation des VL ou des reporting côté sociétés de gestion doivent être, elles aussi, particulièrement vigilantes lors des modifications pour être certaines que tout se passe bien. Nous devons anticiper non seulement les demandes des clients mais aussi les interactions avec les valorisateurs comptables et éventuellement avec les commissaires aux comptes lorsqu'ils ont des questions spécifiques et/ou lorsqu'ils identifient des problèmes.

Qui dit enjeux et défis pour le valorisateur et la société de gestion, dit enjeux et défis pour le commissaire aux comptes...

Fabien Crégut : En tant que commissaire aux comptes de fonds de Private Equity, il n'y a pas énormément de choses modifiées et donc d'informations difficiles à certifier dans le cadre des comptes annuels. Le sujet est beaucoup plus important pour les fonds à vocation générale.

Raphaëlle Alezra-Cabessa : Comme pour les valorisateurs et les sociétés de gestion, nos enjeux portent sur la formation interne, la mise à jour de nos outils de travail, le contrôle et la vérification de la mise en application des changements à l'ouverture des différents exercices comptables. Cet enjeu de contrôle et de vérification se révélera plus complexe pour ce qui concerne les nouvelles informations figurant dans l'annexe, dans la mesure où ce sont des informations extra-comptables (non extraites directement des comptes), avec un accès parfois difficile. Notre souhait est que le valorisateur et la société de gestion travaillent main dans la main, afin de centraliser et d'harmoniser l'information.

Pour que l'information soit fluide, le valorisateur doit avoir accès aux nouvelles informations à fournir et proposer à la société de gestion en contrôle de 1er niveau de vérifier les états financiers pour que nous obtenions un document quasi exhaustif à contrôler afin de respecter les délais.

Nous insistons sur l'importance de maintenir un niveau d'industrialisation et d'automatisation maximales dans la collecte et le traitement des données en vue de la préparation des états financiers des OPC. Pour cela, les valorisateurs et les sociétés de gestion devront anticiper, ensemble, les process à mettre en place pour collecter et vérifier les nouvelles informations à fournir.

Vous avez dû commencer les travaux liés à ce nouveau règlement comptable. Avez-vous d'ores et déjà listé les grands chantiers opérationnels à conduire ?

Philippe Legrand : Lors de la création de ce groupe, comme l'ont rappelé Raphaëlle et Laureline, nous avons tout de suite identifié le besoin de travailler ensemble. Pour le moment, les groupes de travail se concentrent sur les difficultés techniques et informatiques. Ces travaux conduiront à brève échéance à des phases de gestion de projet dans chaque établissement, qui nécessitent un cadrage et une analyse d'impact non seulement en France mais également au niveau du groupe du valorisateur parce que les outils utilisés sont souvent partagés par d'autres juridictions.

Cela nécessitera également des développements et des paramétrages d'outils comptables purs, mais aussi « tiers », comme dans la réconciliation des titres et espèces entre ce qui est chez le dépositaire et ce qui est chez le valorisateur ou encore, dans le calcul des ratios de division des risques. Après vient toute l'information diffusée aux sociétés de gestion, aux dépositaires et aux commissaires aux comptes à l'aide d'outils informatiques.

Cela mènera à des modifications de notre approche organisationnelle en matière de communication. Si, auparavant, les comptes annuels étaient réalisés de manière quasiment autonome par le valorisateur, demain, du fait de l'intégration d'informations extra-comptables et parfois extra-financières, une bonne communication en amont de cet audit est nécessaire avec les sociétés de gestion. Cela signifie mettre en place de

nouvelles méthodes relationnelles et éventuellement de nouveaux contrats de prestation de services (SLA) avec les sociétés de gestion afin de définir de la manière la plus homogène possible ces prestations d'une société de gestion à l'autre car le valorisateur traite plusieurs dizaines ou centaines de sociétés de gestion.

Cela nécessite de nombreuses informations, formations, modifications de procédures pour l'ensemble de l'écosystème. Ceci explique pourquoi nous avons demandé à ce que ce nouveau plan comptable soit applicable fin 2023.

Laureline Goineau : J'ajouterais que, dans l'organisation des travaux en sous-groupes, le groupe « Sociétés de gestion » a démarré ses travaux après ceux des valorisateurs et des commissaires aux comptes, nos travaux découlant des leurs. Ils se sont concentrés sur les nouveaux plans de compte. Nous avons travaillé sur les impacts sur les sociétés de gestion et, pour ce faire, nous avons convié non seulement des valorisateurs et des commissaires aux comptes, mais aussi des éditeurs de logiciel comptable pour qu'ils puissent appréhender immédiatement les problématiques qui se posaient. Comme l'a souligné Philippe, avec l'ancien plan comptable, nous avons constaté une certaine hétérogénéité d'approche entre les différents valorisateurs, commissaires aux comptes et même parfois à l'intérieur des

cabinets entre différents associés. Notre enjeu principal est de se mettre d'accord sur une vision commune de manière à ce que chacun dans son rôle n'ait pas à se poser de questions sur l'application du nouveau plan, à ce que le processus de production soit fluide et efficace, et à ce que les porteurs puissent bénéficier d'une information complète et comparable.

Par ailleurs, au sein des sociétés de gestion, un plan de formation, outre des services de CRM, de toutes les équipes amenées à « consommer » de la donnée comptable pour leur activité au quotidien et un travail sur l'impact de ce nouveau plan comptable devra être mené. Or, qui dit impact, dit développement des budgets pour absorber tous ces changements.

Dernier point, le rôle et les responsabilités de chacun dans ce nouveau processus opérationnel seront à déterminer. Certes, la société de gestion avait déjà à fournir des informations dans le cadre de l'établissement des rapports annuels, notamment sur le hors bilan (qui a disparu) et sur la politique d'affectation des sommes distribuables.

Demain, elle devra fournir un nombre beaucoup plus important d'informations puisque d'autres tableaux ont été ajoutés dans les annexes : les expositions par nature de marché des opérations faisant intervenir les contreparties, les expositions indirectes des OPC multigestion... L'élaboration de tous ces tableaux par le valorisateur

nécessite la collaboration de la société de gestion : un processus très clair et industrialisé doit être défini en amont pour faire en sorte que ce mécanisme fonctionne bien, que nous puissions sortir les comptes et que ces derniers soient certifiés dans les délais réglementaires. Et cela parfois dans des délais plus courts pour des problématiques de conseil de surveillance, d'administration ou d'exigences de nos clients.

Conclusion

Eric Pinon, *Président AFG*

Je remercie tous les participants à cette conférence.

Nous venons de faire un tour d'horizon des pratiques et des engagements pris par les administrateurs de fonds et les sociétés de gestion, des propositions sur les critères permettant le recalcul de la valeur liquidative, avec l'ouverture de débats sur la validation implicite de cette VL, toujours à la charge de la société de gestion, de l'application de méthodes diverses anti-dilutives ou de gestion de la liquidité.

Les autres sujets importants abordés aujourd'hui concernent l'application du nouveau plan comptable au 1er octobre 2023 dont l'objectif est d'harmoniser les OPC. Ces enjeux sont communs à toutes les sociétés de gestion et aux administrateurs de fonds, qu'il s'agisse d'enjeux techniques ou de volumétrie. Je ne peux conclure cette conférence sans développer un de mes sujets favoris : l'Autorité des marchés financiers pourrait-elle un jour

accepter que la valeur liquidative devienne à la charge du valorisateur ? La plupart des sociétés de gestion ont externalisé cette charge, mais qu'elle soit réalisée en délégation pose toujours question.

Ces réflexions sont communes et obligatoirement force de proposition collective. Le groupe de travail créé avec l'AFTI, l'AFG et France Invest est très important. Comme l'a souligné Laureline au nom de l'AFG, la comptabilité n'est pas forcément la première préoccupation des gérants d'actifs. De nombreux défis nous attendent à l'avenir en matière de data, volumétrie, sources d'information, publication de données, transparence d'information vis-à-vis du client, etc. Pour harmoniser tous ces processus et atteindre une meilleure efficacité opérationnelle au sein du post-marché, cette réflexion collective est indispensable. Nous travaillons déjà tous dans un esprit de collaboration. Il nous faut continuer pour montrer aux régulateurs (en France et en Europe) que nous évoluons bien.

Malgré de très bonnes compétences hexagonales, les fonds peuvent être domiciliés hors de France, en Irlande ou au Luxembourg. Les évolutions évoquées aujourd'hui devraient nous permettre des relocalisations de produits. Mon rêve serait que nous ayons un « level playing field » avec l'ensemble des produits européens et non plus des produits en .fr .ir etc., qui rencontrent des difficultés à la sortie vis-à-vis de la compétition internationale.

La France a beaucoup d'avance et il serait dommage que, pour des problèmes de comptabilisation ou de manque de souplesse des règles, nous perdions le bénéfice de notre leadership actuel en matière d'ESG ou de gestion puisque nous sommes les plus gros producteurs en Europe, même si nous ne sommes pas les plus gros domiciliateurs.



Spécial Conférence

Périodique édité par l'AFTI • ISSN 2677-4755

Directeur de Publication : Stéphanie Saint Pé

Rédacteur en chef : Stéphanie Saint Pé

Rédaction : Anne Bechet

Réalisation : Café Noir

Les supports de présentation
sont disponibles sur www.afti.asso.fr

AFTI
La dynamique du post-marché

Association Française
des Professionnels des Titres

36, rue Taitbout - 75009 PARIS

Tél. : 0148005201

Fax : 0148005048