



Fonds d'investissement alternatifs (FIA) et OPCVM - Et ensuite ?

## Roadshow européen de SGSS

Le rythme des évolutions de la réglementation ces dernières années a été tel qu'un certain chevauchement semble désormais exister entre la directive OPCVM 5 et celle sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (directive AIFM) alors que les régulateurs européens et la Commission européenne s'efforcent de renforcer la protection des investisseurs en OPCVM et en fonds alternatifs de tous types. La directive OPCVM 5 est désormais en vigueur, et présente des aspects communs avec la directive AIFM, principalement s'agissant des sanctions administratives afférentes à la responsabilité des dépositaires et de l'encadrement des rémunérations.

Pour recueillir les avis de différents acteurs sur les directives OPCVM 5 et AIFM, et sur la mesure dans laquelle ces deux organismes de réglementation se dirigent vers l'adoption d'un cadre commun, Société Générale Securities Services a organisé au mois de mars des séances de discussion dans le cadre d'un roadshow qui s'est arrêté dans les cinq villes européennes suivantes :

- Luxembourg
- Londres
- Milan
- Paris
- Zurich

L'objectif de cette deuxième partie est de présenter les principales conclusions issues des séances de discussion.

### **QUESTION 1 - Dans quelle mesure le cadre réglementaire affecte-t-il le label OPCVM ?**

Lors de son entrée en vigueur le 22 juillet 2013, la directive AIFM visait à regrouper l'ensemble des fonds non OPCVM au sein d'un même cadre réglementaire. L'objectif consistait à protéger le label OPCVM et à clarifier les modalités de commercialisation des fonds OPCVM au niveau mondial. S'agissant de la commercialisation de fonds en Europe et à travers le monde, les fonds OPCVM jouissent d'une forte notoriété. Rien qu'à Hong Kong, quelque 1700 fonds OPCVM sont commercialisés.

En Chine, la directive OPCVM 5 a été traduite en chinois. S'exprimant lors de la séance de discussion organisée à Londres, Karen Bowie, Senior Adviser, Product Regulation à l'Investment Association, a confirmé que plusieurs gestionnaires d'actifs chinois s'intéressent

au Royaume-Uni, ce qui a incité l'Investment Association l'association des fonds d'investissement britannique à traduire en chinois son guide sur la réglementation afférente aux OPCVM britanniques et aux fonds agréés au Royaume-Uni.

« Le label OPCVM a connu un succès retentissant. Selon les données de l'EFAMA (European Funds and Asset Management Association), l'encours des fonds OPCVM atteint aujourd'hui 7 890 milliards d'euros, a-t-elle indiqué. D'ici 20 ans selon moi, il se pourrait bien que la directive AIFM soit reconnue comme une réussite de même ampleur que l'est aujourd'hui la réglementation OPCVM. »

Surtout, eu égard à la directive AIFM, le segment des OPCVM de fonds alternatifs connaît aujourd'hui la plus forte croissance dans l'univers OPCVM et le succès du label est facile à comprendre.

« En premier lieu, les fonds OPCVM offrent aux sponsors la flexibilité et la capacité économique leur permettant de proposer de multiples services à différents segments de clientèle selon différentes propositions de valeur. En second lieu, la directive OPCVM 5 devrait encore accroître la protection des investisseurs, permettant ainsi au label OPCVM d'offrir aux gestionnaires d'actifs un cadre sans équivalent pour la commercialisation de produits à travers l'Europe, » explique Antonio Napolitano, Head of Strategic Product & Marketing chez Pioneer Investments à Milan.

L'introduction du Document d'information clé pour l'investisseur (DICI) aux termes de la directive OPCVM 4 a été jugé considéré comme constituant constituer une évolution importante lors de notre roadshow européen, confirmant que le label OPCVM entendait conserver sa focalisation sur les clients particuliers. Les nouvelles dispositions apportées par les directives OPCVM 4 et OPCVM 5 confirment toutes la volonté affirmée d'assurer une surveillance rigoureuse et une transparence conçue pour protéger en permanence les investisseurs particuliers.

C'est ainsi que la réglementation peut valoriser un label et lui permettre de se développer. Chaque nouvelle version de la directive OPCVM a apporté un plus, qu'il s'agisse du passeport accordé aux sociétés de gestion, de la structure maître-nourricier, du DICI, etc.

Cependant, il convient de veiller à éviter un excès de réglementation. Tout l'enjeu en Europe est de cesser d'amender en permanence un cadre reconnu comme un label mondial, avec l'introduction potentielle d'une directive OPCVM 6 et de versions ultérieures.

« Pour la première fois depuis 30 ans, le cadre OPCVM devient plus strict en visant à s'adapter aux règles AIFM pour offrir aux particuliers le même degré de protection qu'aux investisseurs professionnels, mais je ne pense pas que le label en sera affecté. Je pense au contraire que cela contribuera à son développement, » note Caroline Clemetson, qui dirige le Banking and Finance Group chez Schellenberg Wittmer à Genève.

De l'avis de Dominik Rutishauser, Executive Director de GAM (Zurich), un gestionnaire d'actifs international, le cadre OPCVM est devenu trop flexible en ce qui concerne la structuration des produits. Selon lui, cette flexibilité excessive permet aux gestionnaires de créer des fonds alternatifs complexes au format OPCVM qui ne sont pas nécessairement adaptés aux investisseurs particuliers.

« Le secteur de la gestion d'actifs doit faire preuve de prudence sur ce plan. La directive OPCVM 5 porte davantage sur les acteurs impliqués : le dépositaire, la société de gestion, le gestionnaire d'actifs. Je m'attends toutefois à ce que la prochaine version soit plus stricte vis-à-vis des produits. Des techniques ou instruments de placement autorisés à l'heure actuelle seront interdits. De fait, l'introduction de la directive AIFM permet largement la création de fonds alternatifs sous ce label plutôt qu'en vertu du cadre OPCVM », estime Dominik Rutishauer.

D'aucuns estiment que la directive OPCVM 5 apporte une réelle amélioration du fait de la responsabilité accrue qu'elle place sur les dépositaires, mais ce point de vue ne fait pas entièrement l'unanimité. Selon David Painter, Head of Trustee and Depositary Services chez SGSS, la solidité du bilan des dépositaires est un aspect plus important. Comme il le fait remarquer, il est extrêmement rare qu'un dépositaire soit poursuivi pour négligence. David Painter note que les coûts supplémentaires associés à la directive OPCVM 5, notamment du fait de la responsabilité accrue qui incombe aux dépositaires concernant la ségrégation des actifs tout au long de la chaîne de conservation, sont susceptibles de nuire aux gestionnaires de plus petite taille.

« Les grands gestionnaires d'actifs ont l'avantage de pouvoir réaliser des économies d'échelle s'agissant des coûts de conformité et d'exploitation et sont mieux placés pour y faire face, mais je m'inquiète pour le reste du marché. Nonobstant les exigences réglementaires accrues, une grande société de gestion avec laquelle je m'étais entretenu peu après l'introduction des directives AIFM et OPCVM 5 avait adopté une approche très positive face au défi présenté. Il s'agissait pour elle d'une occasion de démontrer sa créativité et sa capacité à mettre en œuvre des changements complexes en matière de réglementation, ce que les sociétés de plus petite taille peuvent difficilement réaliser sans un soutien externe. »

Globalement, il est indéniable que les directives OPCVM 5 et AIFM ont aidé les régulateurs à rétablir la confiance des investisseurs. Reste que certains acteurs n'en sont pas entièrement convaincus. En France par exemple, Christophe Lepitre, directeur général adjoint d'OFI Asset Management, une société de gestion parisienne dont l'encours géré atteint 65 milliards d'euros, estime qu'un certain flou persiste parmi les investisseurs et qu'il existe encore selon lui « un manque de confiance envers les banques et le secteur financier en général. Il incombe au secteur dans son ensemble de rétablir cette confiance ».

## **QUESTION 2 - Comment les acteurs de la gestion d'actifs et de l'asset servicing comptent-ils opérer durant cette période d'incertitude précédant l'entrée en vigueur des mesures de niveau 2 de la directive OPCVM 5 ?**

Bien que la directive OPCVM 5 ait désormais été introduite, les mesures de niveau 2 n'entreront en vigueur qu'en octobre 2016. Ces mesures incluent des précisions sur les règles relatives à l'insolvabilité des banques dépositaires et sur les exigences d'indépendance, qu'il s'agisse du dépositaire, de la société de gestion ou du gestionnaire d'actifs.

Les mesures de niveau 3 relatives à la rémunération au titre de la directive OPCVM 5 ne devraient pas s'appliquer avant le 1er janvier 2017. Les régulateurs doivent encore s'accorder sur la manière d'appliquer les dispositions y afférentes. La Financial Conduct Authority (FCA) a communiqué des précisions sur la façon dont elles seront appliquées, mais les régulateurs en France et en Allemagne sont d'un avis différent. Ces questions continuent de faire l'objet d'un débat, indique Caroline Clemetson.

Consciente de la difficulté que présente le délai de six mois entre la mise en œuvre des mesures de niveau 1 et de niveau 2 prévues par la directive OPCVM 5, la FCA a publié une déclaration de principe qui permettra une période de transition.

« Il semble qu'elle soit partie du principe que les grandes lignes du cadre à mettre en place étant connues, il s'agit de faire au mieux en tenant compte des orientations et des consultations les plus récentes. La plupart des cabinets juridiques ont rédigé des contrats fondés sur leur interprétation des mesures de niveau 1 et produiront le cas échéant une version définitive à une date ultérieure une fois que les mesures de niveau 2 et les règles actualisées de la FCA auront arrêté pour de bon les exigences, » ajoute David Painter.

Comme le précise Dominik Rutishauer, « chez GAM nous avons déjà intégré des informations relatives aux mesures de niveau 1 dans nos prospectus via un énoncé générique, sachant que c'est actuellement une approche courante dans le secteur. »

Le délai de six mois pourrait imposer aux gestionnaires d'actifs de renégocier leurs contrats de dépositaire, qu'il ne devrait pas être nécessaire de modifier outre mesure. L'actualisation de l'Operating Memorandum, qui définit les conditions de la relation entre le gestionnaire d'actifs et le dépositaire, est plus problématique.

C'est ici que la question de l'indépendance devient un enjeu majeur. En effet, « il est important de clarifier les règles avant de s'engager dans une relation durable. Il en va de même pour les gestionnaires de fonds alternatifs qui choisissent un dépositaire dans le cadre de la directive AIFM. Les deux parties doivent clairement comprendre les règles et les accepter, » explique Anne-Sophie Minaldo, associée chez KPMG (Luxembourg).

En ce qui concerne la rémunération, les règles de niveau 2 reprennent globalement celles énoncées dans la directive AIFM.

Celle-ci indique que les gestionnaires de fonds alternatifs doivent respecter les principes afférents à la rémunération « de la manière et dans la mesure appropriées à leur taille, leur organisation et la nature, le champ et la complexité de leurs activités. »

Evoquant la manière dont la politique en matière de rémunération affecte les gérants de private equity, Jerome Wittamer, président de la Luxembourg Private Equity & Venture Capital Association (LPEA) et co-fondateur d'Expon Capital, indique que les autorités de supervision admettent que selon elles, les règles édictées dans la directive AIFM ne sont pas nécessairement cohérentes du point de vue des fonds de private equity.

« Elles le sont pour les hedge funds mais en ce qui concerne les fonds de private equity, les autorités semblent disposées à se montrer plus souples et plus accommodantes concernant l'application de la politique de rémunération. Je ne peux prédire l'avenir mais si le secteur venait à adopter une directive AIFM 2 à un stade ultérieur, je pense qu'elle pourrait

comporter des modifications concernant la manière dont les fonds de private equity et les fonds immobiliers sont traités, » indique Jerome Wittamer.

S'agissant de l'asset servicing, le défi ne tient pas uniquement au délai entre les mesures de niveau 1 et de niveau 2 ; il tient également aux différents calendriers d'application de la directive OPCVM 5 parmi les pays européens. En Irlande et au Luxembourg par exemple, elle est désormais en vigueur et des contrats ont été signés entre dépositaires et gestionnaires d'actifs. Son introduction en France et en Allemagne a été reportée de six mois, tandis qu'en Italie la directive OPCVM 5 est en vigueur depuis le 22 juillet 2015.

Il est important que les dépositaires internationaux soient conscients de ces différences entre juridictions, qui les obligent à être davantage préparés dans certains pays que dans d'autres.

« Les gestionnaires d'actifs et les dépositaires italiens ont été contraints de se conformer au nouveau cadre réglementaire depuis un temps déjà. Ils ont dû signer de nouveaux contrats et opèrent désormais dans le respect de la directive OPCVM 5. Il pourrait y avoir quelques ajustements sur la question de l'indépendance en relation avec les règles de niveau 2, mais ils n'affecteront pas fondamentalement les règles déjà en place en la matière, » précise Angela Bracci, conseillère senior auprès de l'association bancaire italienne à Milan.

### **QUESTION 3 - Sait-on déjà si des changements sont prévus pour les directives AIFM 2 et OPCVM 6 ?**

Des divergences d'opinions sont apparues sur la question de la directive AIFM 2 lors de notre roadshow européen.

Markus Fuchs, directeur général de la Swiss Fund and Asset Management Association (SFAMA) à Zurich s'est montré catégorique : « L'harmonisation, c'est-à-dire les efforts fournis pour faire évoluer toutes les sociétés de gestion dans la même direction, peut être très dangereuse s'il s'avère que cette direction n'est pas la bonne. Le système pourrait alors s'effondrer. J'espère sincèrement que nous ne verrons pas une version de la directive AIFM destinée aux fonds de private equity, une autre destinée aux fonds immobiliers, etc. Selon moi, il est essentiel de conserver un seul et même cadre réglementaire pour l'ensemble des fonds alternatifs. »

A Londres et à Luxembourg en revanche, l'impression était que des améliorations sont possibles en ce qui concerne la manière dont les différents AIF – fonds de private equity, fonds immobiliers, fonds d'infrastructure, investment trusts, etc. – sont réglementés. David Painter de SGSS a notamment indiqué :

« L'un des problèmes associés à la directive AIFM est qu'elle couvre un large éventail de fonds, dont les caractéristiques sont très différentes. Bien que personne ne souhaite réellement assister à une nouvelle série de changements réglementaires à court terme, je pense que la supervision de types de fonds et de modèles d'exploitation spécifiques serait rendue plus efficace en adoptant une structure modulaire selon les différentes catégories d'AIF, au lieu d'appliquer une réglementation commune à tous les gestionnaires. »

D'une certaine façon, la directive AIFM est incongrue en ce sens qu'elle s'applique au secteur des hedge funds mais pas à celui du private equity ou de l'immobilier. Par exemple, 70% des données qu'il faut déclarer à l'Annexe 4 ne s'appliquent ni à l'une ni à l'autre de ces

classes d'actifs. Pour Jerome Wittamer, cette directive est mal inspirée. « En termes de marque, je pense qu'il va falloir attendre encore dix ans avant que le régime AIFM atteigne une notoriété semblable à celle du régime OPCVM. Le montant levé par les fonds de private equity en 2015 représentait 2% du PIB européen qui atteignait 19 000 milliards d'euros. Ces fonds présentent-ils réellement un risque systémique ? La réponse est évidente. »

Abondant dans ce sens, Clement Labouret, Operations Manager chez FIL Gestion (filiale de Fidelity International) ??? J'ai une question cette personne n'a pas participé dans les panels de nos roadshows. Y-a-t-il une raison pour la citer. Me concernant je ne peux pas valider ce qu'il a infirmé. Merci a déclaré pendant les jeux de questions / réponses lors du déjeuner organisé à Paris qu'il souhaitait « assister à l'introduction d'une directive mieux adaptée fondée sur la stratégie d'actifs sous-jacente. »

Il estime que le processus de reporting pour les fonds de private equity et les fonds immobiliers devrait être différent ; en effet, ces placements ont vocation à être détenus plusieurs années durant. Dès lors, un reporting mensuel les concernant semble peu approprié.

A Londres, Karen Bowie a confirmé le souhait des gestionnaires de fonds alternatifs d'assister à une refonte au niveau du reporting dans le cadre de la directive AIFM. Le nombre considérable de questions liées au reporting (environ 70) dans la foire aux questions de l'ESMA montre que les règles en la matière, avec plus 300 champs à renseigner, sont difficiles à interpréter. Elle ajoute : « Il faut d'abord laisser la directive AIFM s'installer avant de penser à en introduire une seconde version. Il est trop tôt pour ce faire. Cependant, la question du reporting requis à l'annexe 4 est un point que l'on aimerait voir traité dès maintenant. »

A ce stade, rien n'indique qu'une directive AIFM 2 soit en préparation. Cette idée n'est rien d'autre qu'une rumeur. L'ESMA doit d'abord mieux comprendre le fonctionnement des règles relatives au passeport européen en vertu de la directive AIFM avant de songer à en élaborer une nouvelle version.

« Les réglementations ne peuvent être modifiées sans cesse, déclare Vincent Dessard, INGHAMIngham Regulatory Policy Adviser à l'EFAMA. Les principales questions que nous examinons sont la ségrégation des actifs, les recours collectifs et les obstacles à la commercialisation transfrontalière, tant concernant les OPCVM que les AIF. Quant à la directive OPCVM 6, je confirme qu'il n'y a aucune nouvelle à ce sujet. »

Concernant la question du passeport européen, l'ESMA devrait savoir d'ici 2017 quels en sont les aspects qui fonctionnent bien et quels sont ceux qu'il convient de modifier. Cela dépendra également des pays qui seront approuvés par l'ESMA en 2016, mis à part Jersey, Guernesey et la Suisse. « La question du passeport européen n'est pas encore résolue. L'ESMA a décidé d'adopter une approche pays par pays. Les régulateurs ont besoin de mieux comprendre la manière dont la directive AIFM fonctionne en ce qui concerne le passeport 'gestion', » indique Dee Ruddy, Director, Advisory chez KPMG (Luxembourg).

#### **QUESTION 4 - Allons-nous assister à une convergence entre les directives AIFM et OPCVM ? Va-t-elle déboucher sur un règlement unique ?**

Cette question a suscité un débat nourri tout au long de notre roadshow européen. Il n'est pas exagéré de dire qu'il existe d'ores et déjà un degré de convergence entre ces deux cadres réglementaires. Les directives OPCVM 5 et AIFM présentent par exemple des caractéristiques similaires pour les sociétés de gestion concernant les exigences de capital, de gouvernance interne, de gestion des risques, etc. Elles présentent désormais des caractéristiques similaires en matière de rémunération.

S'il est vrai qu'un règlement unique concernant les responsabilités incombant aux acteurs de l'asset servicing et de la gestion de fonds serait bénéfique pour les déposataires, on ne peut toutefois s'attendre à assister à une quelconque convergence s'agissant de la réglementation au niveau des fonds. De fait, il faut plutôt s'attendre à une divergence si, à l'avenir, une nouvelle mouture de la directive AIFM vient à adopter une approche plus modulaire du traitement des différents AIF (fonds de private equity et immobiliers d'une part, hedge funds d'autre part).

« Du point de vue du gestionnaire et du déposataire, la convergence est bénéfique et existe déjà dans une certaine mesure. Cependant, l'uniformisation ne devrait pas être un objectif au niveau des produits, » déclare Dee Ruddy.

Le sentiment en Italie et à Londres est que la réglementation des fonds alternatifs et des produits destinés aux particuliers reste « fondamentalement » différente et que cette différence pourrait effectivement s'accroître à l'avenir. A Milan, Antonio Napolitano a affirmé : « Je ne pense pas que l'on se dirige vers un règlement unique. Par contre, j'imagine tout à fait davantage de réglementations côté produits dans le cadre d'une directive AIFM 2. »

Certes, les différences qui existent au niveau des règles de conduite, de la définition des actifs admissibles, de l'effet de levier, des limites de concentration et des règles de liquidité font qu'une convergence de la réglementation appliquée aux OPCVM et aux AIF est difficile à imaginer.

Comme l'a fait remarquer Anne-Sophie Minaldo, mis à part la réglementation au niveau des produits, la directive OPCVM 5 impose un cadre bien plus strict en matière de responsabilité que la directive AIFM.

« L'un des points de discussion clés actuellement est que si l'on accepte le principe de la délégation de la garde des actifs hors d'Europe, ce qui impose au déposataire de collaborer avec un pays tiers, comment être certain que le pays concerné dispose des mêmes lois en matière d'insolvabilité ? Qui va assumer les coûts d'obtention d'un avis juridique, le gestionnaire de fonds ou le déposataire qui délègue la garde des actifs ?

Le cadre de responsabilité restera plus strict sous le régime OPCVM 5, ce qui m'amène à m'opposer à l'idée d'un règlement unique, » a-t-elle indiqué.

Pour clarifier la situation, la directive OPCVM 5 impose au déposataire de mettre à jour les règles d'insolvabilité pour tout accord déléguant la fonction de conservation dans un pays tiers, dans la mesure où le déposataire est responsable de la ségrégation et de la surveillance des actifs tout au long de la chaîne de conservation. « Notre réseau devra continuellement demander ces règles d'insolvabilité et tout changement les concernant devra

être communiqué au gestionnaire d'actifs, ce qui impose une charge de travail considérable au dépositaire, » fait remarquer Serge Balatre, Head of Business Development, Depositary Services chez SGSS.

Selon la directive AIFM, le dépositaire désigné par un AIF européen est tenu d'assurer l'ensemble des services de dépositaire mais le gestionnaire de fonds alternatif est autorisé à déléguer la conservation des actifs et la gestion des liquidités à son ou ses Prime broker(s) et agent administratif existants.

L'une des inquiétudes évoquées par notre auditoire à Londres et à Zurich est la possibilité que l'exigence de ségrégation complète des actifs imposée par la directive OPCVM 5 puisse éventuellement être reprise dans la directive AIFM, une perspective à laquelle les gestionnaires de fonds alternatifs et les Prime brokers sont opposés.

« La directive AIFM nous a imposé de procéder à la ségrégation des actifs en trois grandes catégories en tant que dépositaire désigné : actifs en compte propre, actifs d'OPC alternatifs, actifs de tous les autres clients. Avec la directive OPCVM 5, la ségrégation implique quatre catégories. Nous avons rédigé et envoyé de nouvelles instructions à nos contreparties dépositaires pour les enjoindre à assurer la ségrégation des actifs en conséquence. Nous demandons même à nos deux dépositaires centraux (Euroclear et Clearstream) de le faire.

La difficulté liée à la ségrégation des actifs en vertu de la directive AIFM est qu'elle sera coûteuse, de l'avis des Prime brokers. Le problème se résume au fait qu'ils interprètent cette ségrégation différemment. Selon eux, ils procèdent déjà à la ségrégation des actifs par l'intermédiaire des registres et des entrées issus du compte omnibus. Nous attendons que l'ESMA précise quelle est la règle, » indique Serge Balatre.

## **Aspects spécifiques à certains pays**

Des questions spécifiques à certains pays ont été évoquées lors de notre roadshow européen. Les questions clés soulevées sont notamment les suivantes :

**MILAN - Que faire face à une règle telle que la responsabilité du dépositaire qui affecte le calcul de la valeur liquidative et/ou au fait que les gestionnaires de fonds alternatifs étrangers gèrent des AIF italiens sans être soumis aux mêmes obligations que les gestionnaires locaux ?**

Concernant cette question relative à la responsabilité supplémentaire des dépositaires en vertu de la directive OPCVM 5, l'Italie est un cas à part en ce sens qu'elle opère un modèle dénommé Affidamento.

Ce modèle permet à la société de gestion de donner au dépositaire le pouvoir de calculer directement la valeur liquidative du fonds. Le dépositaire définit les critères de valorisation et s'accorde sur ces critères avec la société de gestion. « Lors de la transposition de la directive AIFM en droit italien en 2014, le législateur a éliminé l'Affidamento pour les hedge funds italiens mais l'a maintenu pour les OPCVM. Nous ignorons s'il sera maintenu dans le cadre de la directive OPCVM 5. Ce modèle est une bonne chose pour le dépositaire car il est strictement lié à la société de gestion et assume la responsabilité directe du calcul des valorisations ; il renforce ainsi la relation entre les deux parties, » indique Angela Bracci.



La responsabilité des dépositaires italiens vis-à-vis des fonds OPCVM est donc plus importante comparée aux autres pays membres de l'UE. Pour les gestionnaires de fonds alternatifs italiens, l'Affidamento permet une opération plus efficace des fonds OPCVM, mais cette option n'est pas offerte aux gestionnaires étrangers qui gèrent des fonds OPCVM italiens. En Allemagne par contre, les gestionnaires ont le choix de partager la responsabilité du calcul de la valeur liquidative avec le dépositaire. Lorsque les dispositions relatives à l'indépendance du dépositaire par rapport au gestionnaire d'actifs entreront en vigueur en octobre prochain, l'Affidamento sera-t-il maintenu ? Le modèle allemand sera-t-il maintenu ?

« La fonction de valorisation pourra-t-elle être dévolue en externe au dépositaire dans le cadre de la directive OPCVM 5 ? Nous l'ignorons à ce stade, » indique Antonio Napolitano.

### **LONDRES : quel pourrait être l'impact du BREXIT sur le secteur britannique de la gestion de fonds ?**

Comme l'a indiqué le panel londonien, bon nombre de gestionnaires d'actifs au Royaume-Uni n'arrivent pas à se prononcer. Les scénarios possibles sont si nombreux à ce stade qu'il est difficile d'imaginer la tournure que pourrait prendre la négociation en cas de Brexit. Cependant, selon Karen Bowie, ce cas de figure entraînerait un profond bouleversement du secteur de la gestion d'actifs.

Le risque est notamment qu'il soit plus difficile pour les gestionnaires britanniques de distribuer en Europe des fonds OPCVM domiciliés au Royaume-Uni du fait de protections tarifaires. Dans ce cas, les gestionnaires britanniques pourraient commencer à se demander s'ils n'auraient pas intérêt à délocaliser leurs fonds en faveur de grands centres européens comme l'Irlande et le Luxembourg. David Painter a toutefois un point de vue légèrement différent à cet égard :

« La question porte davantage sur la domiciliation du gestionnaire que sur celle du fonds. Un fonds domicilié au Luxembourg sera probablement géré de la même manière qu'un fonds domicilié au Royaume-Uni ou en Irlande. Le Brexit pourrait ainsi affecter la décision des gestionnaires s'agissant du lieu depuis lequel ils gèrent leurs fonds. Choisiront-ils de rester au Royaume-Uni ? Pas nécessairement. »

### **ZURICH : qu'en est-il du passeport pour les sociétés de gestion et/ou de la commercialisation d'OPCVM/d'AIF vers et à partir de la Suisse ?**

Le passeport pour les sociétés de gestion n'est pas une priorité en Suisse selon le directeur général de la SFAMA Markus Fuchs. Le passeport pour la commercialisation et la distribution de fonds est selon lui un point plus important. « Nous faisons tout notre possible dans nos échanges avec l'ESMA pour permettre aux gestionnaires basés en Suisse de commercialiser leurs fonds en Europe, qu'ils soient domiciliés en Suisse ou l'étranger.

La directive AIFM est la première réglementation à ouvrir le système de passeport à des pays tiers comme la Suisse. L'introduction par les autorités suisses en 2012 d'une version révisée de la loi sur les organismes de placement collectifs (CISA) pour la rendre conforme à la directive AIFM a été un développement important, sachant que l'ESMA a approuvé l'extension du passeport aux pays tiers fin 2015.

Ce passeport est moins important pour les gestionnaires suisses déjà présents en Europe, mais il offre aux gestionnaires de plus petite taille un énorme avantage pour commercialiser

leurs fonds en Europe, qu'il s'agisse de fonds suisses, luxembourgeois ou des Iles Caïmans. « Il est important que la Suisse se batte pour obtenir l'introduction officielle de ce passeport, estime Caroline Clemetson. Après tout, les gestionnaires européens ont plein accès aux investisseurs suisses. »

Concernant le passeport 'gestion', Dominik Rutishauer a indiqué que GAM opère deux sociétés de gestion au Luxembourg et en Irlande, la première étant la principale plateforme dédiée à la gamme de fonds OPCVM et d'AIF de la société. Selon lui, bien qu'il puisse être possible de regrouper les deux sociétés de gestion au sein d'un même centre, opérant aux côtés de la société de gestion suisse, des doutes subsistent quant au réel avantage qu'apporterait le passeport.

« Les principaux acteurs financiers opèrent à partir d'une seule société de gestion en Europe et utilise son agrément pour exercer leur activité depuis différents centres de gestion de fonds. Ce système semble attrayant en principe mais des difficultés d'ordre pratique peuvent survenir ; si un problème apparaît au Luxembourg et que la société de gestion est basée à Londres, qui est responsable ? Quelle en serait l'incidence d'un point de vue fiscal ?

Pour le moment, nous nous contentons d'opérer depuis plusieurs centres en Europe. »