



Pour les gérants de hedge funds souhaitant commercialiser leurs produits en Europe, la distribution est un facteur clé de succès. Indépendamment du statut de leurs fonds (OPCVM ou FIA), le caractère évolutif de la réglementation européenne contraint ces gérants à l'anticiper et à estimer son impact sur leurs stratégies de commercialisation.

Le présent rapport contient une étude de la réglementation actuelle, de son incidence sur la distribution des FIA et surtout des principales évolutions réglementaires envisagées par les autorités de tutelle et qui doivent être connues des gérants.

## **Actualité – Présentation des réglementations actuelles**

### **Directive AIFM**

La Directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (Directive AIFM) a été transposée dans le droit des États membres de l'Union européenne en juillet 2013. Durant ce processus législatif, les gestionnaires d'actifs se sont progressivement adaptés à ce cadre réglementaire qui, contrairement à la Directive OPCVM qui régle les fonds, vise à réglementer les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (« Alternative Investment Fund Managers » ou AIFM).

« Je dirais que cette Directive a été mise en œuvre à 90 %, de sorte que la plupart des gestionnaires d'actifs européens y sont désormais entièrement conformes l'appliquent en intégralité et profitent du passeport ainsi accordé à leurs fonds pour lancer les FIA dans plusieurs pays. Nous observons actuellement qu'un nombre assez important de FIA britanniques sont en cours de distribution en Europe continentale. Les principaux problèmes qui suscitaient initialement les craintes des parties prenantes ont été pris en main et résolus ; la poussière est tombée », souligne Étienne Deniau, Directeur du développement, Sociétés de Gestion et Investisseurs Institutionnels, Société Générale Securities Services.

L'un des principaux problèmes auxquels font actuellement face les gestionnaires concerne les informations à fournir aux autorités de réglementation. En vertu de la Directive AIFM, ceux-ci doivent compléter le rapport baptisé Annexe IV qui contient plus de 300 champs à renseigner. Très similaire au Formulaire PF américain, la remise de ce rapport sous format XML aux autorités de tutelle nationales a été source de difficultés lorsque les AIFM ont commencé à le produire en 2014. Après plusieurs cycles de livraison, ces autorités reçoivent désormais des rapports sans aucune incidence à constater.

« Cette exigence réglementaire a constitué une nouvelle opportunité pour les prestataires de services dans la mesure où de nombreux gestionnaires d'actifs ne savent pas produire d'Annexes IV. Or grâce à son expertise, SGSS est en mesure de leur proposer ce service », indique Serge Balatre, responsable du développement, services dépositaires, Société Générale Securities Services, qui tient à ajouter que ces prestations de services réduisent ainsi la charge des équipes de gestion du risque et de déontologie de ces gestionnaires.

### **Ne surtout pas mentionner le code de rémunération**

Hormis le reporting réglementaire, le code de rémunération prévu par la Directive AIFM est l'autre grande préoccupation des AIFM, notamment ceux établis hors UE qui délèguent la gestion de leurs fonds à des sociétés de gestion tierces établies en Europe. L'adoption de ce code est également prévue dans le cadre de la Directive OPCVM V qui entrera en vigueur le 18 mars 2016.

« En cas de délégation de la gestion d'un fonds européen AIF ou OPCVM à un gestionnaire américain, celui-ci reste indirectement soumis aux règles de rémunération, ce qui lui pose problème, ce que l'on peut comprendre », explique M. Deniau.

Dans le cadre de la Directive AIFM, la rémunération englobe toutes les formes de primes ou de salaires versés par l'AIFM à son personnel au titre des services fournis. Ce personnel se compose de l'équipe de direction, des responsables de la gestion des risques et quiconque exerçant une fonction de supervision, des activités fiscales et comptables ou juridiques ou de conformité par exemple.

Cette rémunération se compose de deux éléments : la part fixe et la part variable.

Entre 40 et 60 % du paiement de la rémunération variable de ce personnel doivent être reportés sur trois à cinq ans, et 50 % doivent être versés sous formes de parts ou d'actions du fonds (ou participation équivalente).

« En d'autres termes, une partie de la rémunération du gestionnaire doit être réinvestie dans le fonds, ce qui a pour but de protéger l'investisseur puisque la société de gestion est rémunérée à partir de l'instrument qu'elle commercialise et ce qui assure une meilleure harmonisation des intérêts entre la société de gestion et ses clients. Par ailleurs, le report du paiement de la part variable (prime annuelle par ex.) a pour objectif de retenir le personnel clé de la société de gestion », déclare M. Balatre.

Ajoutons également qu'en vertu des Directives OPCVM V et AIFM, la rémunération de la société de gestion est proportionnelle à la performance du fonds.

### **Directive OPCVM V - Une actualisation s'avère nécessaire**

La Directive OPCVM V est une première tentative d'harmonisation du régime OPCVM avec le cadre AIFM par les législateurs européens. Lors de son entrée en vigueur le 18 mars 2016, la Directive OPCVM V renforcera encore davantage la protection des épargnants. Or un problème persiste : même si les mesures de Niveau 1 ont été clarifiées, précisant ainsi le périmètre de la réglementation, le secteur est dans l'attente d'une clarification des mesures de Niveau II. Ces normes techniques de la réglementation restent à être approuvées par le Parlement et le Conseil européen, de telle sorte que les gestionnaires d'actifs devront désigner un dépositaire en application de la Directive OPCVM V sans pour autant connaître les détails contractuels de cet accord.

« Une fois les mesures de Niveau II approuvées, elles seront publiées dans le Journal officiel de l'Union européenne avant d'entrer en vigueur six mois plus tard. À titre d'exemple, une publication le 1<sup>er</sup> mars 2016 sera suivie par une entrée en vigueur des mesures de Niveau II le 1<sup>er</sup> septembre 2016. Il va sans dire que les différentes dates d'entrée en vigueur de ces mesures de Niveau 1 et 2 est source d'incertitude », affirme Jean-Pierre Gomez, Head of Regulatory and Public Affairs, SGSS Luxembourg.

### **Le rôle du dépositaire dans le cadre des Directives OPCVM V et AIFM**

Le dépositaire désigné doit être un établissement de crédit ou une autre entité juridique agréé en vertu de la Directive sur les exigences de fonds propres ou CRD et qui, à ce titre, respecte les exigences minimales de fonds propres, ou une banque nationale. Le rôle du dépositaire tel que prévu par la Directive OPCVM V sera globalement similaire à celui du dépositaire visé par la Directive AIFM (conservation des actifs du FIA, gestion de trésorerie et supervision

générale). C'est pourquoi la plupart des dépositaires européens seront bien positionnés pour exercer ces fonctions dans le cadre d'OPCVM V.

Or cette Directive va plus loin. Si elle propose également le même degré plus élevé de protection que dans la Directive AIFM, OPCVM V attribue des responsabilités supplémentaires au dépositaire. Celui-ci doit essentiellement exercer un contrôle sur l'ensemble de la chaîne de conservation détaillée dans OPCVM V. De plus, aucune exception ne s'applique à la restitution des actifs d'un sous-conservateur, une disposition qui s'applique dans certains cas en vertu de la Directive AIFMD.

« Au titre d'OPCVM V, le dépositaire assume des responsabilités beaucoup plus étendues en matière de conservation et de garde des actifs, ce qui nécessitera davantage de procédures de contrôle et d'expertise juridique dans les pays non membres de l'UE où s'appliquent des accords de sous-conservateur », insiste M. Balatre.

Cette Directive impose également une rigueur accrue des contrôles des positions en espèces et de la restitution des actifs à l'échelle mondiale. En d'autres termes, le dépositaire devra mener un examen plus approfondi de chaque contrepartie « afin d'exercer un contrôle exhaustif de l'ensemble des contreparties de l'OPCVM et d'avoir une vision globale de ses actifs », rajoute M. Deniau.

Les actifs d'un OPCVM devront également être totalement ségrégués et détenus dans le compte de garde, une règle qui va plus loin que les dispositions de la Directive AIFM, où le dépositaire est responsable des actifs conservés des FIA sans pour autant assumer la responsabilité de leur conservation.

« Avant l'adoption de cette Directive, certains pays imposaient une séparation des titres, d'autres non. Désormais, la séparation des titres doit se faire au niveau du réseau de sous-conservateurs », ajoute-t-il.

En vertu de la Directive AIFM, le dépositaire peut renoncer à la responsabilité des actifs du FIA à condition d'avoir conclu des accords avec des dépositaires tiers sélectionnés par le gestionnaire d'actifs. En vertu de ces accords et de leurs règles de conservation, le dépositaire n'est pas responsable des actifs du FIA si la situation tourne mal. Or cette option n'est pas accordée aux dépositaires au titre de la Directive OPCVM V.

Par ailleurs, s'agissant de la fonction de supervision prévue par OPCVM V, dès lors que le gestionnaire d'actifs ou l'actionnaire du fonds peut démontrer que le dépositaire n'a pas exercé correctement ses fonctions de supervision, celui-ci sera tenu d'assumer la responsabilité des pertes encourues par le fonds.

### **Indépendance entre le dépositaire et le gestionnaire d'actifs**

Un autre élément essentiel de la Directive OPCVM V est l'indépendance entre les gestionnaires d'actifs et les dépositaires d'un même groupe. « Lorsqu'un groupe agit à la fois en qualité de dépositaire et de gestionnaire d'actifs, il doit adopter une série de règles et mettre en place une Muraille de Chine entre ces deux activités. Ces règles permettent ainsi d'éviter des conflits d'intérêts potentiels », affirme M. Balatre.

### **Règlement sur l'infrastructure du marché européen (EMIR)**

Équivalente européenne de la législation américaine Dodd-Frank et adoptée en février 2014, le règlement sur l'infrastructure du marché européen (EMIR) impose aux établissements *buy-side* et à leurs contreparties bancaires de communiquer leurs positions sur produits dérivés à un référentiel central dûment désigné. En outre, les gestionnaires d'actifs sont tenus de publier les valorisations au cours de marché de l'ensemble de leurs expositions existantes à leurs contreparties ainsi que tous les échanges de garanties.

« EMIR est mis en place de manière progressive. Actuellement, les gestionnaires d'actifs sont tenus de publier les informations susmentionnées, mais ils ne sont pas encore

entièrement tenus de procéder à la compensation auprès d'une contrepartie centrale », explique M. Deniau. Les premiers instruments prévus pour être compensés seront les dérivés de taux d'intérêt en juin 2016. Cette disposition s'appliquera aux membres compensateurs et les contreparties financières seront soumises à des obligations de compensation d'ici décembre 2016.

La prochaine étape clé de ce processus est le mois de décembre 2016 durant lequel l'Autorité européenne des marchés financiers (« European Securities and Markets Authority » ou ESMA) remettra ses recommandations et principes directeurs sur l'Identifiant unique des transactions (« Unique Trade Identifier » ou UTI) et l'Identifiant unique des produits (« Unique Product Identifier » ou UPI) nécessaires aux gestionnaires d'actifs pour procéder à la compensation des produits dérivés auprès de la contrepartie centrale.

## **Distribution - Développement des marques FIA et OPCVM**

La marque FIA a beaucoup de chemin à faire avant d'être considérée comme l'égale de la marque OPCVM, à qui il a fallu 30 années afin de bâtir sa réputation d'étalon-or des fonds de placement auprès des investisseurs internationaux. Les FIA ne peuvent bénéficier du passeport AIFMD que depuis le mois de juillet 2014.

C'est pourquoi leur historique de performance est très limité. Toutefois, nous observons des signes de progression du potentiel de distribution des FIA. En Irlande par exemple, les actifs des fonds d'investissement alternatifs irlandais pour investisseurs qualifiés (« Qualified Investor Alternative Investment Fund » ou QIAIF) ont augmenté de 21 % sur une période de 12 mois à novembre 2015.

Les afflux nets de capitaux vers les QIAIF sur la même période se sont élevés à 31 milliards d'euros, portant ainsi les encours de ces fonds à un total de 384 milliards d'euros.

### **La marque FIA...**

Selon M. Balatre, l'Europe souhaite créer une marque FIA comme elle y est parvenue avec la marque OPCVM. Pour preuve de ce succès, la réglementation OPCVM V vient d'être traduite en Chine, un marché qui représente un canal de distribution stratégique pour les gestionnaires d'actifs désireux de s'y positionner dans les prochaines années.

Utilisant une métaphore, il compare la Directive AIFM à un enfant en bas âge qui doit apprendre à marcher avant de courir. Or compte tenu de la convergence accrue entre les Directives OPCVM V et AIFM, l'Europe assistera-t-elle à l'émergence d'un cadre réglementaire unique tel que la Directive AIFM II ou la Directive OPCVM VI ? Et quel serait l'impact d'un tel scénario sur le potentiel de distribution et de la marque FIA ?

« Malgré certaines différences, concernant le rôle du dépositaire par exemple, les deux directives sont à peu près les mêmes, d'où la question de savoir s'il faut conserver deux cadres réglementaires. S'il est vrai que la marque OPCVM est destinée aux investisseurs particuliers et la marque FIA aux investisseurs professionnels, je reste persuadé qu'un seul cadre suffit à condition que la réglementation correspondante soit bien rédigée », souligne M. Balatre.

Pour M. Gomez, la marque FIA n'en est pas encore une, mais elle pourrait le devenir à mesure de l'évolution de la réglementation AIFM.

« Si tel est le cas avec la Directive OPCVM qui a connu de multiples versions, la Directive AIFM n'en est qu'à sa première mouture. À ce titre, elle n'a pas subi de modifications fondamentales. » La question se pose de savoir pourquoi.

« Au titre du cadre OPCVM, le passeport est accordé au fonds. Or en vertu de la directive AIFM, le passeport est attribué au gestionnaire d'actifs. De ce fait, ceux qui détiennent une licence AIFM sont en théorie autorisés à commercialiser leurs fonds au sein de l'UE. À titre d'exemple, un gestionnaire établi à Londres ou à Paris et possédant dans sa gamme un fonds d'investissement spécialisé (FIS) de droit luxembourgeois qu'il souhaite commercialiser aux investisseurs allemands devra faire une demande d'autorisation auprès de l'autorité allemande de régulation financière (BaFin) et attendre son accord », précise M. Gomez.

La situation est différente pour les OPCVM puisque le gestionnaire peut distribuer librement son fonds aux investisseurs allemands sans avoir besoin de cet accord. « Au titre de la Directive AIFM, la BaFin a le droit de refuser l'attribution par l'AIFM européen du passeport de son FIA de droit luxembourgeois en Allemagne si elle le juge très différent d'un FIA allemand.

Il existe donc une grande différence en termes de distribution entre les fonds conformes aux Directives OPCVM et AIFM », ajoute M. Gomez.

Autre obstacle à la distribution que doit surmonter la marque FIA : celle-ci est actuellement réservée aux investisseurs professionnels, même si certains d'entre eux utilisent les cadres hors OPCVM réservés aux particuliers (« Non-UCITS retail schemes » ou NURS).

L'un des principaux attraits des OPCVM est qu'ils peuvent être distribués à tous types d'investisseurs, professionnels ou non, en raison de la réglementation rigoureuse à laquelle ils sont soumis. Quant à eux, les FIA, qui sont plus adaptés aux gérants de hedge funds ou de fonds de capital-investissement souhaitant répliquer à l'identique la stratégie de leurs fonds offshore, ne sont pas contraints d'offrir une liquidité quotidienne, ce qui limite leur périmètre de distribution.

« Près de 70 % des fonds enregistrés à la distribution à l'échelle mondiale sont des fonds de droit luxembourgeois », confirme M. Gomez. « Nos clients qui souhaitent vendre un FIA à des investisseurs allemands (clients institutionnels ou particuliers fortunés) rencontrent encore des difficultés. En effet, les exigences de la BaFin sont élevées. Au titre de la Directive AIFM, les gestionnaires peuvent toujours recourir aux régimes nationaux de placement privé (« National Private Placement Regime » ou NPPR) ou à la sollicitation inversée (« reverse solicitation »), preuve qu'ils disposent d'autres options de distribution. »

## **Passeport pays tiers**

Un facteur d'accélération de la distribution des AIF en Europe sera le passeport pays tiers. À ce titre, l'ESMA a recommandé Guernesey, Jersey et la Suisse, de sorte que les AIFM et les FIA opérant en dehors de ces juridictions pourront opérer ou être distribués librement au sein de l'UE à condition que les autorités de tutelle locales disposent de capacités juridiques équivalentes permettant de veiller à une conformité totale de l'AIFM hors UE à la Directive AIFM.

La décision portant sur la date d'entrée en vigueur de ce passeport dans ces trois juridictions a été reportée au moins jusqu'à la fin juin. D'ici là, l'ESMA aura examiné une deuxième liste de pays composée des États-Unis, de Singapour, de Hong Kong, du Japon, des Îles Caïmans, des Bermudes, de l'Australie, du Canada et de l'Île de Man.

« Les règles doivent encore être clarifiées dans de nombreux pays et le nouveau cadre réglementaire s'appliquant aux AIFM hors UE reste à mettre en place. Nous tablons sur une sorte de croissance exponentielle et une augmentation de l'activité des fonds au titre de la Directive AIFM une fois que l'ESMA aura défini les règles de déontologie, même si je doute que cela soit possible en 2016 », explique M. Balatre qui ajoute : « Si le passeport pays tiers est mis en application l'an prochain, je table sur une augmentation du nombre de FIA distribués en Europe. Lorsque l'ESMA autorisera les gestionnaires américains à entrer sur le marché européen et attribuera un passeport à leurs fonds, la marque FIA s'en verra renforcée. »

Le passeport pays tiers intensifiera la concurrence à laquelle font face les gestionnaires d'actifs européens.

## Et ensuite ? – Obstacles réglementaires en vue

### MiFID II

Le principal obstacle réglementaire en vue est la deuxième mouture de la Directive concernant les marchés d'instruments financiers ou MiFID II, qui devrait augmenter très fortement la transparence au sein du secteur de la gestion d'actifs. Les plateformes de négociation seront tenues de fournir des états de transparence pré et post-transactions et devront adopter de nouveaux systèmes et contrôles très lourds afin de respecter les exigences de transparence.

### Informations sur la transparence

Sur le plan du reporting, nous constaterons une forte augmentation de la masse d'informations à fournir sur les ordres, les opérations et les transactions. Les ordres et les opérations devront faire l'objet d'une diffusion quasiment en temps réel et les transactions devront être communiquées à T+1. D'après un expert du secteur, cette masse d'informations sera trois fois supérieure à celle diffusée au titre de MiFID I. Le nom de la personne ou de l'algorithme de négociation (notamment dans le cas des « Commodity Trading Advisor » ou CTA) responsable de la décision d'investissement devra être clairement identifié.

De ce fait, les gestionnaires d'actifs devront lancer des projets d'ampleur afin de s'adapter à ce nouvel environnement de marché marqué par une volonté de transparence toujours plus forte.

### Harmonisation des produits

Sur le plan des produits, MiFID II stipule que le fonds commercialisé ou créé doit répondre aux besoins des investisseurs, l'objectif étant de les protéger encore davantage.

« Le gestionnaire envisagera-t-il de lancer aujourd'hui des FIA s'il doit avant tout s'assurer que ceux-ci sont parfaitement adaptés à la clientèle qu'il cible ? Peut-être pas. Si je me mets à la place d'un gestionnaire d'actifs, je me poserais sérieusement la question de savoir si, en termes de coûts, il est logique de lancer un produit aujourd'hui avant de savoir s'il est conforme à MiFID II. Cette situation complexifie fortement le cadre de distribution des FIA, même si l'adoption de MiFID II a été reportée en janvier 2018 », reconnaît M. Gomez.

### Directive AIFM II ? Directive OPCVM VI ?

MiFID II pourrait bloquer tout projet éventuel de Directive AIFM II ou OPCVM VI.

S'agissant de cette dernière, les réglementations sont très nombreuses, de sorte que si la Commission européenne n'est pas en mesure d'accorder le soin et la considération nécessaires aux nouveaux principes directeurs, la marque OPCVM pour s'en voir ternie, une hypothèse totalement écartée par ces législateurs.

La Directive OPCVM VI porte essentiellement sur le lancement du passeport dépositaire, similaire au passeport société de gestion des Directives OPCVM V et AIFM.

« Nous ne savons pas encore si la Directive VI fera l'objet d'un réexamen complet ou si la Commission européenne se contentera d'apporter des amendements. Cela reste un "connu inconnu". S'agissant de la Directive AIFM II, je pense qu'elle fait sens même si nous n'en avons pas reçu d'informations à son sujet à ce jour », ajoute M. Gomez.

## Priips

Les produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (« Packaged Retail and Insurance-Based Investment Products » ou PRIIPS) sont conçus pour renforcer la protection des investisseurs, l'un des outils clés pour y parvenir étant les Documents d'Informations Clés (« DIC »). À l'image de MiFID II, le sponsor du fonds sera tenu de présenter des informations de manière claire, concise et simple et dans le respect des délais avant l'adoption d'un accord contraignant. Le DIC sera ensuite publié sur le site Web du gestionnaire et comme le souligne Alain Smeraldi, Directeur développement commercial, SGSS, il contient beaucoup plus d'informations que celles requises par le Document d'information clé pour l'investisseur en vertu de la Directive OPCVM.

« Au titre de celle-ci, le DIC1 fournit de nombreux détails sur la rémunération du gestionnaire, le prix du fonds (TFE), etc. Mais Priips va plus loin. Les législateurs souhaitent que soient publiées des informations supplémentaires des autres participants de marché, telles que le coût de la liquidité, les frais de transaction, etc. », confirme M. Smeraldi.

Priips entrera en vigueur en décembre 2016, mais les OPCVM qui fournissent déjà le DIC1 en vertu de la Directive OPCVM bénéficient d'une exemption explicite jusqu'en décembre 2019 avant d'avoir à s'acquitter des obligations Priips. Un problème persiste toutefois, comme le souligne Alain Rocher, Directeur du Knowledge Management, Société Générale Securities Services, à savoir que certains fonds sont les investissements sous-jacents de contrats d'assurance-vie en unités de compte. « Comment ces contrats d'assurance pourront-ils fournir toutes les informations détaillées requises par Priips si les OPCVM sous-jacents ne sont pas habilités à le faire ?

Il semble nécessaire d'harmoniser les obligations de ces deux types de produits afin qu'ils ne bénéficient d'aucune exemption ou que celle-ci s'applique aux deux », précise M. Rocher.

En conclusion, l'Association européenne de la gestion d'actifs et de fonds (« European Fund and Asset Management Association » ou EFAMA) a demandé un report d'un an du DIC prévu par Priips, faisant part de ces craintes quant « au délai très limité dont disposeront les gestionnaires d'actifs entre l'établissement des règles techniques finales et la publication des principales recommandations ».

« Après avoir fourni un retour d'informations approfondi durant l'étape actuelle de niveau deux, nous doutons sérieusement que les participants de marché disposent de suffisamment de temps pour appliquer les règles finales d'ici la fin de cette année », indique l'EFAMA.

Dans ces conditions, une convergence entre les réglementations OPCVM et AIFM verra le jour. Celle-ci permettra de faciliter la mise en œuvre des cadres de conformité des gestionnaires. Mais sur le plan exclusif des marques, la Directive AIFM nécessitera probablement une ou deux versions supplémentaires avant que les FIA trouvent un écho auprès des investisseurs professionnels.

**Nous vous invitons à examiner la Partie 2 du rapport où divers clients apportent un éclairage sur la situation des Directives OPCVM et AIFM dans leur propre pays. La tournée de présentation de SGSS sera réalisée : à Luxembourg, Londres, Zurich, Milan et Paris.**