

**Gestion du passif des OPC et enjeux réglementaires**

**3 juillet 2014**

**Dana Anagnostou**

**Hubert de Vauplane**

**Valentine Baudouin**

**Hugues Bouchetemble**

# Introduction – La gestion du passif, une obligation réglementaire ?

- Définition de la gestion du passif d'un OPC : Cela couvre au sens large non seulement la centralisation et la gestion du passif mais aussi en amont le processus de distribution et en aval la tenue de comptes/du registre des porteurs et la conservation
- Le suivi du passif, élément incontournable pour la société de gestion de portefeuille (« SGP ») exploitable par l'ensemble des fonctions: commerciales, marketing, contrôle de risques, contrôle interne, *reporting*, comptables, financières, gestion, direction générale...
- Le suivi du passif, un élément clef de la gestion de la liquidité
- Le suivi du passif, un élément indissociable de la gestion de l'actif
- Le suivi du passif, un élément clef de la connaissance et de la relation client
- Le suivi du passif, une obligation de plus en plus réglementaire

**La gestion du passif permet de mieux connaître les investisseurs et leur activité afin de mieux gérer la relation clientèle, de calculer au plus juste et plus vite les commissions dues aux distributeurs, de suivre les risques au passif comme le risque de liquidité... et de communiquer au mieux auprès des investisseurs en période de crise.**

# Introduction – La gestion du passif, une réglementation initiée par les professionnels

- **Une demande de la part des professionnels avec des travaux engagés en 2004** face à des textes jugés insuffisants en matière de gestion du passif des OPCVM. En effet, le seul texte applicable en la matière se résumait à une instruction COB datant de novembre 1993.
- **2010** : réflexion relancée par le Comité de place AMF « OPCVM IV » qui s'est concrétisée par un rapport de l'AMF sur « l'état des lieux et les perspectives de la régulation de la gestion d'actifs » à l'occasion de la transposition de la directive « OPCVM IV » en date du 26 juillet 2010.
- **2011** : l'AMF publie de nouvelles règles sur la tenue du passif des OPCVM, introduites dans son règlement général et complétées par la publication de la position AMF n° 2011-10 officialisant sa doctrine sur la prise en charge de la perte ou du gain pouvant résulter du défaut de règlement d'un ordre de souscription de parts ou d'actions d'OPCVM. Ce nouvel ensemble de textes constituait **une avancée significative** permettant d'identifier précisément les acteurs et les fonctions de la tenue du passif des OPCVM, en sécurisant la chaîne d'ordre et en consacrant enfin le schéma global des ordres directs pour les OPCVM français.

# Introduction – La gestion du passif, une réglementation qui s'est renforcée et diversifiée

- Position AMF n° 2011-25 – Guide de suivi des OPC
- Position AMF n° 2010-22 – Lignes directrices en matière de lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme
- Position AMF n° 2012-12 – Guide relatif aux frais
- Position AMF n° 2013-10 – Rémunérations et avantages reçus dans le cadre de la commercialisation et de la gestion sous mandat d'instruments financiers
- Position-recommandation n° 2013-23 – Lignes directrices sur la notion de personne politiquement exposée en matière de lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme

# Introduction – La gestion du passif, une réglementation qui s'est renforcée et diversifiée

- Directive AIFM
- Proposition de la Commission européenne le 4 septembre 2013 d'un cadre européen dédié aux **fonds monétaires** : Un dispositif complet, détaillé et contraignant en termes de :
  - ▣ Procédures « Know Your Investors » et stress tests
  - ▣ Ratios de liquidité à respecter à tout moment:
    - ▣ Au moins 10 % de l'actif sous forme d'actifs de maturité résiduelle 1 jour
    - ▣ Au moins 20 % de l'actif sous forme d'actifs de maturité résiduelle 7 jours
- Directive MIF II n° 2014/65/UE du 15 mai 2014 (« **MIFID** II »)

# Sommaire

- I. Gestion du passif : acteurs et enjeux pour les SGP?
- II. Gestion du passif et élaboration du produit financier
- III. Gestion du passif et connaissance des porteurs de parts ou d'actions d'OPC
- IV. Gestion du passif et rétrocessions
- V. Gestion du passif et liquidité
- VI. Gestion du passif et réglementation US

# **Gestion du passif : acteurs et enjeux pour les SGP ?**

# Gestion et suivi du passif, les différents acteurs impliqués

## Centralisateur/TCC

Encours/collecte/comptes

## Teneurs de comptes

Encours/collecte/comptes

## Euroclear Dépositaire central

Encours par Affilié

## Plateforme de distribution

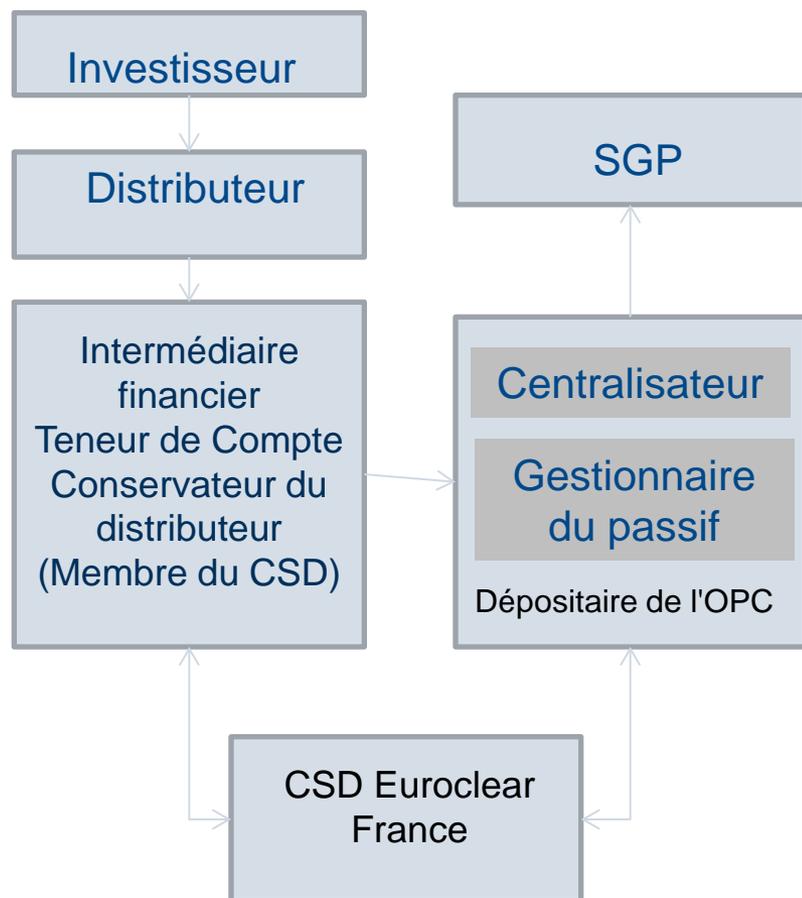
Encours

## Registrar et Transfert Agent

Encours/collecte/comptes TA

Outil de Suivi du  
Passif et de la  
Collecte  
ENCOURS -  
COLLECTE - CAP  
/ PNB

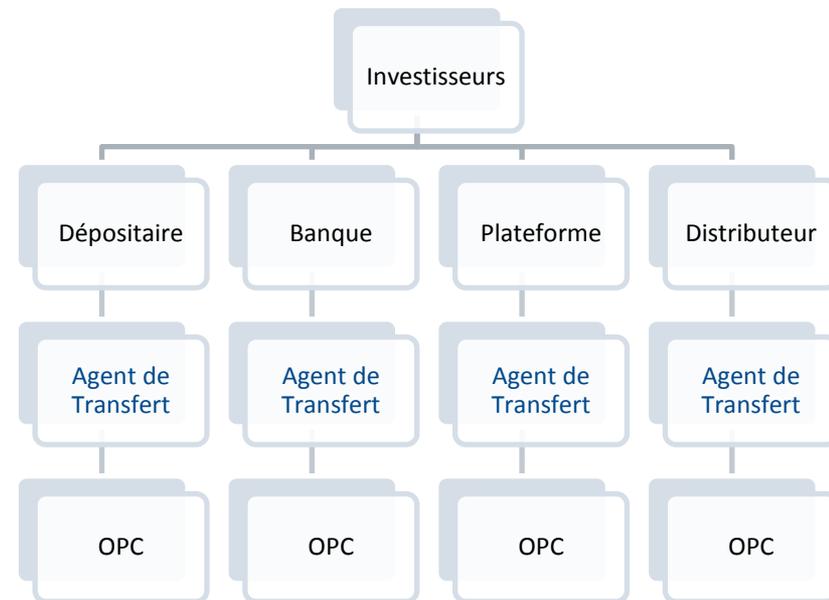
# Le modèle CSD



- Désignation d'un centralisateur chargé de la collecte et de l'exécution des ordres de souscription et de rachat au nom de l'OPC
- Les actions/parts de l'OPC en Euroclear France sont des titres au porteur, ce qui signifie que l'identité du bénéficiaire final n'est pas connue du centralisateur.
- Il n'existe pas de registre des actionnaires d'un OPC comme c'est le cas ailleurs en Europe.
- À la place, un compte émetteur, géré par le teneur de compte émetteur également appelé gestionnaire du passif, est détenu en Euroclear France et reflète le nombre total de parts sur le marché.
- **Le modèle CSD français, contrairement au modèle TA ne permet pas d'identifier facilement les distributeurs/investisseurs, ce qui rend le suivi de l'activité des distributeurs et la gestion des commissions sur encours plus complexes pour les SGP.**
- Il est toutefois possible de tenir un registre pour un OPC, par exemple dans le cas d'inscription en nominatif pur.

# Le modèle TA : l'exemple luxembourgeois

- L'agent de transfert tient le registre officiel de l'OPC et est la seule entité mandatée par l'OPC pour collecter les ordres, les traiter et émettre les confirmations.
- **Ce modèle est bien adapté aux besoins spécifiques des sociétés de gestion en termes de suivi de l'activité des distributeurs et de gestion des commissions sur encours puisqu'il permet d'identifier facilement les positions des distributeurs et des investisseurs.**
- Contrairement au modèle CSD français, le distributeur n'a pas besoin d'ouvrir un compte titres ni un compte espèces chez l'agent de transfert de l'OPC
- Après réception de la confirmation de l'ordre de l'agent de transfert, le client ou l'entité représentant le client donne l'instruction à sa banque correspondante de créditer le compte du fonds (pour les investisseurs particuliers, le paiement espèces est un prérequis au traitement de l'ordre).
- Ce compte est généralement tenu directement par le dépositaire de l'OPC, bien que dans certains cas l'agent de transfert puisse tenir des comptes dédiés auprès d'une banque intermédiaire. Dans les deux cas, l'agent de transfert réconcilie les flux espèces avec les transactions qu'il a exécutées.



# La connaissance du passif d'un OPC, une « science inexacte »...

- Multiplicité des sources
- Hétérogénéité des données reçues
- Nécessité de réconcilier les données et d'intégrer des données complémentaires
- Distribution en architecture ouverte: la SGP a-t-elle perdue de vue l'investisseur final ?
- Quid des ordres provenant de l'étranger ?

## Mais quelques solutions...

- **Marquage des ordres** : Intégration d'annexes dans les contrats de distribution. Une solution perfectible ?
- **Parts aux porteurs** : Si du fait du fonctionnement du système central français de conservation et de règlement/livraison, la SGP n'a pas en permanence connaissance de l'identité des porteurs/actionnaires des OPC, elle n'est toutefois pas dans l'impossibilité, en cas de besoin, de les identifier en interrogeant ses teneurs de comptes (moyennant un coût) et des accords de confidentialité.

## ...aux nombreux enjeux

- Commercialisation et conseil des clients
- Traitement des ordres clients et diffusion obligatoire d'information
- Centralisation et traitement des ordres globalisés de S/R issus des intermédiaires
- Règlement / livraison et règlement / inscription au registre
- Tenue de compte émetteur et justification du nombre de titres en circulation
- Forme des titres et conservation des actions ou parts d'OPC : tenue de compte et tenue de registre
- Exportation des produits français et circulation transfrontière
- Indicateurs internes des SGP
- Connaissance des porteurs de parts et des encours par distributeur
- Gestion des conventions, des conditions tarifaires et calcul des rétrocessions
- Gestion de la liquidité
- Gestion actif/passif
- Composition anticipée du passif et élaboration du produit financier

# **Composition du passif et élaboration du produit financier**

# Les règles apportées par MIF II – Big bang annoncé ?

- Rappel : deux textes ont été adoptés:
  - Directive MIF II n°2014/65/UE du 15 mai 2014 (« **MIFID** II »)
  - Règlement MIF II n°600-2014 du 15 mai 2014 (« **MIFIR** »)
  
- Date de transposition : 3 juillet 2016
  
- Consultation ESMA actuellement en cours à laquelle l'AFG prépare une réponse (GT *ad hoc*).
  
- Le document final de l'ESMA est attendu au cours de l'été.

# Le passif dans le cadre de l'élaboration des produits financiers

L'article 24 (2) de la directive MIFID II impose de nouvelles obligations dans le cadre de l'élaboration des produits financiers:

*« Les entreprises d'investissement qui conçoivent des instruments financiers destinés à la vente aux clients veillent à ce que lesdits instruments financiers soient conçus de façon à répondre aux besoins **d'un marché cible défini de clients finaux à l'intérieur de la catégorie de clients concernée, et que la stratégie de distribution des instruments financiers soit compatible avec le marché cible défini, et les entreprises d'investissements prennent des mesures raisonnables qui garantissent que l'instrument financier soit distribué auprès du marché cible défini** ».*

Esprit du texte : le produit doit être conçu pour un marché cible défini et doit rester en permanence cohérent avec ce marché, ce qui impose la mise en place de comités de « suivi » / « révision ».

# Gestion du passif

## Elaboration et suivi du produit financier

L'ESMA duplique ce principe général en plusieurs obligations :

- Analyse des conflits d'intérêts au stade de la création du produit ;
- Obligation d'indiquer lors de la création le marché cible avec une « *granularité suffisante* » (sic) ;
- Obligation d'effectuer des « stress tests » lors de la création du produit, à partir de critères donnés par l'ESMA (environnement de marché détérioré, risque de contrepartie, etc.) ;
- Obligation pour le producteur et le distributeur de revoir le produit régulièrement, sur la base d'évènements susceptibles d'impacter significativement le produit et obligation d'établir un *process* sur ce point ;
- Lors de cette révision, obligation de s'assurer que le produit reste cohérent avec les objectifs, les caractéristiques et les besoins du marché cible ;
- Les distributeurs doivent remonter aux producteurs des données de ventes, permettant à ces derniers d'affiner leur analyse du marché pertinent.

# Gestion du passif

## Elaboration et suivi du produit financier

- Conséquences de ces nouvelles obligations :
- Il va falloir mettre en place des comités « NAP » +++
- Un outil favorable aux producteurs dans le cadre de contentieux clients.
- Inconvénient : lourdeur et frais pour les petites SGP / distributeurs (CIF, etc.)

# **Gestion du passif : acteurs et connaissance des porteurs de parts/actions d'OPC**

# La lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme (« LAB-FT »)

- L'article L.561-2 du CMF et l'instruction AMF n° 2010-22 prévoient que les SGP sont soumises au respect des règles LAB-FT lorsque
  - (i) elles exécutent des services d'investissement ou
  - (ii) qu'elles « commercialisent » les parts ou actions d'un OPC dont elles assurent ou non la gestion.
- Autrement dit, les SGP sont soumises aux obligations LAB-FT lorsqu'elles sont en relation avec la clientèle et effectuent les opérations suivantes :
  - la gestion sous mandat,
  - le conseil en investissement,
  - la RTO et l'exécution d'ordres, le cas échéant,
  - la commercialisation de parts/actions d'OPC, dont elles assurent ou non la gestion.

# Précisions sur la notion de « commercialisation »

- Cette notion de commercialisation est définie par l'article 315-50 du RGAMF, comme suit :

« *La société de gestion de portefeuille est soumise aux dispositions de la présente sous-section au titre des services d'investissement mentionnés à l'article L. 321-1 du code monétaire et financier et de la commercialisation, effectuée par elle-même **ou par recours à un mandataire**, des parts ou actions d'organisme de placement collectif dont elle assure ou non la gestion* ».

- Cette définition est rappelée par les lignes directrices de l'AMF (position n° 2010-22) qui précisent que la SGP :

« *entre dans le champ de la réglementation relative à la lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme chaque fois qu'elle **recourt à un mandataire** (ex. assujetti ou non à la réglementation sur le démarchage bancaire et financier), intervenant dans le cadre d'un mandat, en son nom et pour son compte, dans la **commercialisation** des parts ou actions d'OPC. Le mandataire peut être situé sur le territoire national ou à l'étranger* ».

# Distinction théorique et application pratique : répartition des activités « champ/hors champ » dans le cadre de la commercialisation

## ■ Une distinction théorique:

- Dans un cas la SGP ne peut juridiquement jamais être en charge de la commercialisation, et s'est déchargée entre les mains d'un tiers. **Dans cette situation, la SGP n'applique pas les règles LAB ;**
- Dans un autre cas, elle est en droit de commercialiser les parts, mais a confié cette mission à un tiers mandaté, agissant en son nom et pour son compte . **Dans cette situation, la SGP applique les règles LAB.**

## ■ Application pratique: la « prise en charge » d'un ordre (Instruction AMF 2008-04 qui s'applique « à la commercialisation en France de parts ou actions d'OPCVM »):

- la notion de « *prise en charge de l'ordre* » semble , aux termes de cette instruction, participer à l'activité de commercialisation par la SGP ;
- Or, l'instruction prévoit qu'il y a « *prise en charge de l'ordre* » dans les deux cas suivants, selon que la SGP est ou non le centralisateur :
  - Lorsqu'un ordre de souscription portant sur une part / action donne lieu à centralisation auprès d'une autre personne que la SGP qui le commercialise, la prise en charge de l'ordre est l'opération par laquelle la SGP - après réception de l'ordre de la part de l'investisseur - **transmet elle-même cet ordre au centralisateur** pour que la souscription ou le rachat soit réalisé ; ou
  - Lorsqu'un ordre de souscription ou de rachat portant sur une part / action donne lieu à centralisation auprès de la SGP qui le commercialise, la prise en charge de l'ordre est l'opération par laquelle la SGP prend elle-même toutes **les mesures nécessaires pour que la souscription ou le rachat soit réalisé.**

# L'adaptation du niveau des diligences exigées en fonction du risque ou la classification du « passif » : Les points d'attention

- Concernant le « passif », la classification s'applique aussi bien aux relations existantes qu'aux prospects
- La transposition de la troisième directive a introduit la notion de « bénéficiaire effectif » : les sociétés de gestion doivent ainsi, avant d'entrer en relation, identifier leur client direct et, le cas échéant, identifier également le bénéficiaire effectif de la relation d'affaires.
- Dans le cadre de la mise en place de la classification, deux aspects sont à prendre en compte, pour chaque service ou type de gestion fourni :
  - caractéristiques des tiers (assujetti, Personnes Politiquement Exposées ou « PPE », société cotée, OPCVM, pays sensible....)
  - conditions et modalités de fourniture des services (relation directe ou indirecte, à distance, comportement atypique du client ...)
- Une solution pragmatique et recommandée par l'AFG pourrait par exemple consister à coter chacun de ces axes selon trois niveaux :
  - risque faible permettant des diligences allégées dans les cas précisément énumérés par la loi (article L 561-9 du CMF, et en l'absence de tout soupçon par la SGP)
  - risque moyen entraînant des diligences « standard »
  - risque élevé nécessitant des diligences renforcées et /ou complémentaires de par la réglementation (articles L 561-10 et 10-2 du CMF) ou de l'appréciation de la société de gestion selon ses propres critères internes

# Classification des risques « passif »: Quelques exemples

Clients	Risques	Niveau de risques (A pondérer sur une échelle de 1 à 3)	Niveau de vigilance (A pondérer sur une échelle de 1 à 3)
<b>Institutionnel</b>	<p>Institution financière établie ou ayant son siège en France, dans l'Union européenne ou dans un pays tiers imposant des obligations équivalentes de LAB/FT</p> <p>Autorité publique ou un organisme public de l'art. R 561-15 1° c) du CMF</p> <p>Autre institutionnel client ancien et habituel (domicile en France, bonne renommée, activité professionnelle et surface financière sûre et communiquée)</p> <p>Autre institutionnel nouveau client</p>		
<b>Société</b>	<p>Autre institutionnel nouveau client</p> <p>Société client ancien et habituel (domicile en France, bonne renommée, activité professionnelle et surface financière sûre et communiquée)</p> <p>Société existante et identifiée et filiale à 100% d'un client existant et identifié</p> <p>Société cotée dont les titres sont admis à la négociation sur au moins un marché réglementé en France ou dans un Etat partie à l'accord sur l'EEE ou dans un pays tiers imposant des exigences de publicité compatibles avec la législation communautaire.</p> <p>Société bénéficiant d'une notation de la part d'une agence de notation reconnue</p> <p>Autre entreprise existante</p>		

# Classification des risques « passif »: quelques exemples

Clients	Risques	Niveau de risques (A pondérer sur une échelle de 1 à 5)	Niveau de vigilance (A pondérer sur une échelle de 1 à 5)
<b>Personnes physiques</b>	<p>Nouveau client</p> <p>Client ancien et habituel (domicile en France, bonne renommée, activité professionnelle et surface financière sûre et communiquée)</p> <p>Personne physique non physiquement présent aux fins de l'identification (L. 561-10 1° code monétaire et financier)</p> <p>Personne politiquement exposée: Le client est une personne résidant dans un autre Etat membre de l'Union européenne ou un pays tiers et qui est exposée à des risques particuliers en raison des fonctions politiques, juridictionnelles ou administratives qu'elle exerce ou a exercées pour le compte d'un autre Etat ou de celles qu'exercent ou ont exercées des membres directs de sa famille ou des personnes connues pour lui être étroitement associée (L. 561-10 2° et R 561-18 code monétaire et financier)</p> <p>Bénéficiaire effectif des sommes déposées sur les comptes détenus pour le compte de tiers par un membre d'une profession juridique (art. R 561-15 2° du CMF)</p>		
<b>Risque géographique</b>	<p>Bénéficiaire effectif des sommes déposées sur les comptes détenus pour le compte de tiers par un membre d'une profession juridique (art. R 561-15 2° du CMF)</p> <p>Pays UE ou pays non UE à dispositif LAB équivalent –</p> <p>Juridictions qui présentent des défaillances stratégiques en matière de LAB/FT</p> <p>Juridictions qui présentent des défaillances stratégiques en matière de LAB/FT mais qui sont déterminés à corriger ces défaillances</p>		

# Classification des risques « passif »: quelques exemples

Clients	Risques	Niveau de risques (A pondérer sur une échelle de 1 à 5)	Niveau de vigilance (A pondérer sur une échelle de 1 à 5)
<b>Facteurs de risques aggravants</b>	<p>Comportements atypiques</p> <p>Intervention d'un trust</p> <p>Intervention d'une adresse de domiciliation</p> <p>Intervention d'une société écran ou fictive</p> <p>Intervention d'une société écran, dont l'activité n'est pas cohérente avec l'objet social ou ayant leur siège social dans un Etat ou un territoire qui n'a pas conclu avec la France une convention fiscale permettant l'accès aux informations bancaires, identifié à partir d'une liste publiée par l'administration fiscale, ou à l'adresse privée d'un des bénéficiaires de l'opération suspecte ou chez un domiciliataire au sens de l'article L. 123.11 du Code du Commerce.</p> <p>Intervention de sociétés dans lesquelles sont intervenus des changements statutaires fréquents non justifiés par la situation économique de l'entreprise.</p> <p>Recours à des sociétés en sommeil ou peu actives dans lesquelles ont pu intervenir des changements statutaires récents</p> <p>Recours à l'interposition de personnes physiques n'intervenant qu'en apparence pour le compte de sociétés ou de particuliers impliqués dans des opérations financières.</p> <p>Difficultés à identifier les bénéficiaires effectifs et les liens entre l'origine et la destination des fonds en raison de l'utilisation de comptes intermédiaires ou de comptes de non-professionnels non financiers comme comptes de passage, ou recours à des structures sociétaires complexes et à des montages juridiques et financiers rendant peu transparents les mécanismes de gestion et d'administration.</p> <p>Refus du client (ou du partenaire) de produire des pièces justificatives quant à la provenance des fonds reçus ou quant aux motifs avancés des paiements, ou impossibilité de produire ces pièces.</p> <p>Personnes physiques domiciliées et ayant une activité en France faisant une utilisation régulière des comptes détenus par des sociétés étrangères.</p> <p>Dépôt ou apport par un particulier de fonds sans rapport avec son activité ou sa situation patrimoniale connue.</p>		

# Suivi du passif et PPE

- Les mesures de vigilance complémentaires prévues à l'article R561-20 du code monétaire et financier s'appliquent :
  - lors de l'entrée en relation avec le client PPE
  - **lorsque le client devient PPE en cours de relation (obligation de connaître en permanence ses clients ou ses bénéficiaire(s) effectif(s) PPE)**
- A cette fin, le II-1° de l'article R.561-20 laisse aux professionnels la responsabilité de « définir et de mettre en œuvre des procédures adaptées au risque de blanchiment et de financement du terrorisme permettant de déterminer si leur client est une PPE ».
- Position-recommandation: AMF 2013-23 publiée le 22 novembre 2013: « Pour satisfaire à cette disposition, l'engagement contractuel (**questionnaire d'identification rigoureux, qui prévoirait contractuellement lors de l'entrée en relation d'affaires que les clients se signalent s'ils viennent à répondre aux caractéristiques d'une PPE ou s'ils cessent d'y répondre**) écrit des clients de se signaler comme PPE peut participer au processus d'identification et de connaissance du client en fournissant aux professionnels un complément d'information. Néanmoins, en ce qu'il repose sur la bonne foi dudit client, un tel engagement n'est pas suffisant pour décharger les professionnels de leur obligation de vigilance constante, dont la bonne mise en œuvre relève de leur seule responsabilité et n'a donc pas vocation à se substituer aux mesures de vigilance prévues par la loi. »

# Gestion du passif et suivi de la suitability

Quelques remarques liminaires qui valent pour toutes considérations relatives à MIF II :

- Les SGP qui commercialisent les parts ou actions d'OPC sont tenues aux règles de bonne conduite applicables selon le cas, à l'EO, la RTO ou le conseil (instruction AMF n° 2008-04).
- Jugement du TGI de Paris du 28 janvier 2014 dans le contexte des emprunts dits « toxiques » : le juge a le pouvoir de déceler une prestation de conseil quand bien même elle n'a pas été prévue contractuellement.
- Autrement dit, dans un grand nombre de cas, le régime du conseil sera applicable

# Gestion du passif et suivi de la suitability

- La *suitability* à l'entrée en relation change pour le conseil et la gestion sous mandat puisque désormais, elle doit porter également sur :
  - La capacité du client à subir des pertes
  - Sa tolérance au risque.
- Pour le conseil, obligation de mettre en place une « *déclaration (ou rapport) d'adéquation* » « *précisant les conseils prodigués et de quelle manière ceux-ci répondent aux préférences, aux objectifs et aux autres caractéristiques du client de détail* ». Cette déclaration doit être remise avant la fourniture du service et inclure (i) un exposé du conseil donné, (ii) pourquoi le conseil est *suitable* et (iii) une explication des inconvénients.
- Obligation de suivre la *suitability* de manière périodique en cas de relation sur la durée avec le client.

# Gestion du passif et rétrocessions

# Règles spéciales applicables à la gestion collective

## Rappel des différentes règles applicables aujourd'hui

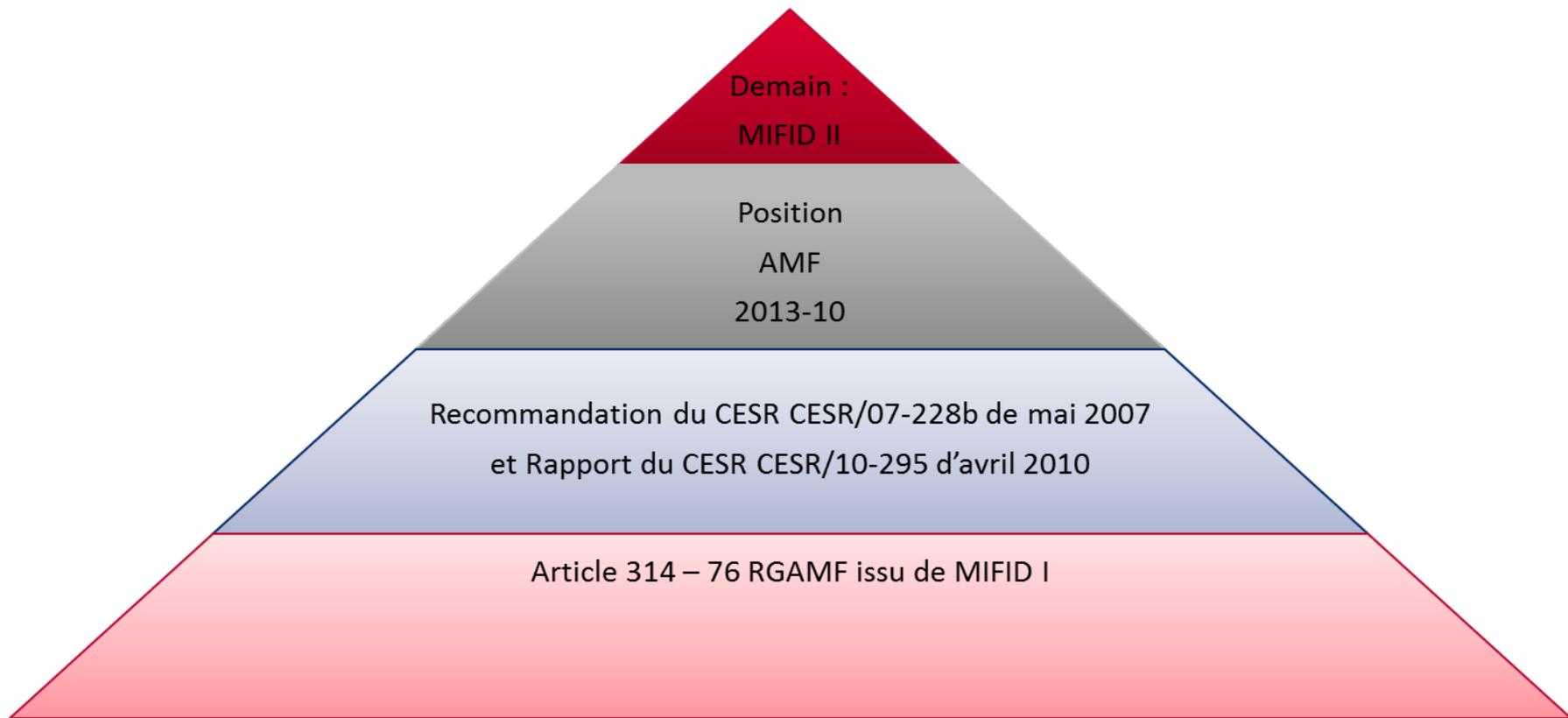
Règles spéciales applicables aux OPC (« tout placement collectif mentionné à l'article 311-1-A du CMF) :

Nature des commissions	Texte	Nature de l'obligation
Partage des commissions de mouvement	314-79 RGAMF	Partage uniquement entre la SGP et le dépositaire/TCC/gestionnaire délégué (sauf frais de montage, de conseil, d'ingénierie, etc.)
Rétrocession des frais d'intermédiation	317-79 RGAMF 314-81 à 314-83	Interdiction des rétrocessions des frais d'intermédiation ne bénéficiant pas exclusivement à l'OPC, sauf dérogation prévue par l'article 314-81 (l'exécuteur d'ordres reverse la partie des frais d'intermédiation au titre des services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres au tiers prestataire, sous condition).
Produits, rémunérations et plus-values dégagés par le gestion	314-80 RGAMF	Ces rémunérations appartiennent aux porteurs
Rétrocession des frais de gestion dans le contexte de fonds de fonds	314-80 RGAMF Position AMF 2012-12 du 7 août 2012	Interdiction pour un fonds cible de rétrocéder à la SGP d'un fonds de tête investissant dans le fonds cible, ou à un tiers, une quote-part des frais de gestion et des commissions de souscription - rachat du fonds cible

# Règle générale relative aux inducements

Règle générale relative aux *inducements* posée par l'article 314-76 RGAMF et la position AMF n° 2013-10.

Rappel des textes applicables :



# Rappel de la règle générale posée par l'article 314-76 du RGAMF

- Le socle de la réglementation reste posé par l'article 314-76 RGAMF :

« Le prestataire de services d'investissement est considéré comme agissant d'une manière honnête, loyale et professionnelle qui sert au mieux les intérêts d'un porteur de parts ou actionnaire d'un placement collectif mentionné à l'article 311-1 A lorsque, en liaison avec la gestion d'un placement collectif mentionné à l'article 311-1 A, il verse **OU** perçoit une rémunération ou une commission ou fournit ou reçoit un avantage non monétaire suivant :

**1° Une rémunération, versé ou fourni au client ou au porteur de parts ou actionnaire ;**

**2° Une rémunération versé ou fourni à un tiers, lorsque les conditions suivantes sont réunies :**

**a) Le porteur est clairement informé de l'existence, de la nature et du montant de la rémunération, de la commission ou, lorsque ce montant ne peut être établi, de son mode de calcul. Cette information est fournie de manière complète, exacte et compréhensible avant que la gestion ne soit fourni(e).**

**b) Le paiement de la rémunération a pour objet d'améliorer la qualité du service fourni au client ET ne doit pas nuire au respect de l'obligation du prestataire de services d'investissement d'agir au mieux des intérêts du client**

**3° Des rémunérations appropriées qui permettent la gestion (u sont nécessaires à cette prestation ou à cette activité de gestion, telles que les droits de garde, les commissions de change et de règlement, les droits dus aux régulateurs et les frais de procédure et qui, de par leur nature, ne peuvent occasionner de conflit avec l'obligation d'agir d'une manière honnête, loyale et professionnelle qui serve au mieux leurs intérêts ».**

# L'application de ces règles par la position AMF n° 2013-10

Quelques remarques préliminaires sur le périmètre de la position 2013-10 :

- La position ne couvre que la commercialisation des fonds **et non leur gestion**
- La position s'applique aux SGP et aux « *personnes concernées* » via lesquelles elles agissent (dirigeants, salariés et prestataires externes)
- La position couvre en premier lieu les clients « de détail » (**professionnels ou non**). L'AMF estime toutefois que l'esprit de la position couvre les clients non *retail*
- Exclusion du périmètre de la position des plates-formes de négociation
- Lorsque le circuit de distribution fait intervenir plusieurs intermédiaires, la position ne s'applique qu'à celui qui fournit « *en dernier lieu* » un service au client final

# L'application de ces règles par la position AMF n° 2013-10

Nature de la commission	« Payeur » de la commission	« Receveur » de la commission	Autorisée ou non ?	Référence à la position n° 2013-10
Droits d'entrée	TCC	Distributeur est : - Un RTO - Un Conseil en investissement - Une SGP	Oui <u>si</u> :  - Le distributeur informe le client que c'est versé par le TCC - La convention de TCC autorise le TCC à prélever les frais sur le compte du client	Page 9
Commissions de mouvements	TCC	Distributeur est une SGP	Oui si :  - Portés à la connaissance du client avant - La convention de TCC autorise le TCC à prélever les frais sur le compte du client - Attention à ce que les versements ne soient pas le corolaire d'une rotation artificielle du portefeuille	Page 9 et 10
droits de garde	TCC	Distributeur est :  - Une SGP - Un RTO	Oui si :  - Le distributeur prend en charge des diligences à l'égard du client qui devraient en principe être faites par le TCC (KYC, acheminement des avis d'opérés, etc. - Le client est informé - La nature et répartition des tâches effectuées par le distributeur pour le TCC sont détaillés dans une convention	Page 10

# L'application de ces règles par la position AMF n° 2013-10

Nature de la commission	« Payeur » de la commission	« Receveur » de la commission	Autorisée ou non ?	Références à la position 2013-140
Toute commission <u>perçue dans la durée</u>	Tout producteur	Conseil en investissement	<p>Oui si le conseiller :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Prend périodiquement l'attache du client (tous les ans sauf exception)</li> <li>- De façon personnalisée</li> <li>- Selon des modalités définies par le contrat ;</li> <li>- Pour s'assurer que le produit est toujours adapté au profil du client</li> <li>- Et qu'un dispositif de réaction a été mis en place</li> </ul> <p>Les rémunérations avec effet de seuil sont interdites S'agissant des fonds pour lesquels les rachats sont bloqués, ces rémunérations ne sont autorisées que si elles s'analysent comme des paiements échelonnés d'une seule et unique rémunération relative au service de conseil fourni à l'origine, ce qui a pour conséquence d'obliger à la présentation au client de cette manière</p>	pages 16-17
Toute commission <u>perçue dans la durée</u>	Tout producteur	RTO ou EO	<p>Autorisation dans deux cas de figure uniquement :</p> <p>Soit le RTO/EO fait un conseil au client (dans ce cas : voir ci-dessus)</p> <p>Soit le RTO/EO ne fait de pas de conseil. Dans ce cas le RTO/EO doit fournir des services additionnels ou des outils améliorant la prise de décision (attention, interprétation restrictive de l'AMF)</p>	pages 18-19
Prestations en nature	Tout PSI	RTO, gérant, EO ou conseil	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Pas de conflit d'intérêts</li> <li>- Sont nécessaires au SI</li> </ul> <p>(une formation dans des conditions luxueuses ou avec des activités non liées à la formation est inappropriée)</p>	page 11

# Bref aperçu de la nouvelle organisation des *inducements* dans MIF II

## Conseil indépendant et gestion sous mandat

- Éventail suffisant et déterminé proposé au client
- Interdiction totale d'inducement
- Sauf « avantages mineurs »

## Conseil non indépendant et autres services d'investissement inducement autorisé si:

- Il améliore la qualité du service concerné au client
- Il ne nuit pas au respect de l'obligation de l'entreprise d'investissement d'agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle au mieux des intérêts de ses clients

# Les règles apportées par MIF II – Big bang annoncé ?

## L'article 24-7 distingue le « conseil indépendant » du conseil « non indépendant » :

« Lorsqu'une entreprise d'investissement informe le client que les conseils en investissement sont fournis de manière indépendante, ladite entreprise d'investissement:

a) évalue **un éventail suffisant d'instruments financiers disponibles sur le marché, qui doivent être suffisamment diversifiés** quant à leur type et à leurs émetteurs, ou à leurs fournisseurs, pour garantir que les objectifs d'investissement du client puissent être atteints de manière appropriée, et ne doivent pas se limiter aux instruments financiers émis ou fournis par:

i) l'entreprise d'investissement elle-même ou par des entités ayant des liens étroits avec l'entreprise d'investissement; ou

ii) d'autres entités avec lesquelles l'entreprise d'investissement a des relations juridiques ou économiques, telles que des relations contractuelles, si étroites qu'elles présentent le risque de nuire à l'indépendance du conseil fourni;

b) **n'accepte pas, en les conservant des droits, commissions ou autres avantages monétaires ou non monétaires en rapport avec la fourniture du service aux clients, versés ou fournis par un tiers ou par une personne agissant pour le compte d'un tiers.** Les avantages monétaires mineurs qui sont susceptibles d'améliorer la qualité du service fourni à un client et dont la grandeur et la nature sont telles qu'ils ne peuvent être pas considérés comme empêchant le respect par l'entreprise d'investissement de son devoir d'agir au mieux des intérêts du client, doivent être clairement signalés et sont exclus du présent point ».

# Le service de conseil en investissement

## Distinction conseil indépendant / conseil non indépendant (art. 24(7) de MIF II)

### Ce qu'il faut retenir :

#### Conseil indépendant **si** :

##### 1. Evaluation d'un éventail

- ▣ suffisant **et**
- ▣ Diversifié **et**
- ▣ Qui ne se limite pas aux produits :
  - ▣ De l'entité elle-même **ou**
  - ▣ D'une entité présentant des liens étroits **ou**
  - ▣ D'autres entités avec *qui* elle a des relations juridiques **ou** économiques, **telles que** des relations contractuelles, « *si étroites qu'elles présentent le risque de nuire à l'indépendance du conseil* »

##### 2. Pas de perception de commissions et avantages, **sauf** les « *avantages monétaires mineurs* », **à condition** :

- ▣ qu'ils soient susceptibles d'améliorer la qualité du service fourni à un client **et**
- ▣ dont la grandeur et la nature sont telles qu'ils ne peuvent être pas considérés comme empêchant le respect par le prestataire de son devoir d'agir au mieux des intérêts du client.

# Le service de conseil en investissement

## Distinction conseil indépendant / conseil non indépendant (art. 24(7) de MIF II)

Ces dispositions laissent un grand nombre d'incertitudes :

- Qu'est ce qu'un éventail suffisant de titres (10, 50, 100) ?
- Selon quelles modalités établir la liste (par univers d'investissement ? type de gestion ?, profil de client ? objectifs recherchés ? Tout cela à la fois ?);
- Comment interpréter la notion de « *liens étroits* » ?
- Selon quels critères identifier un avantage « *dont la grandeur et la nature sont telles qu'ils ne peuvent être pas considérés comme empêchant le respect de l'obligation d'agir au mieux des intérêts du client* » ?

# La gestion sous mandat (et le conseil indépendant)

## Interdiction de toute rétrocession (art. 24(8) de MIF II)

Article 24(8) de MIF II prévoit que :

*« Lorsqu'elle fournit des services de gestion de portefeuille, l'entreprise d'investissement **n'accepte pas**, en les conservant des droits, commissions ou autres avantages monétaires ou non monétaires en rapport avec la fourniture du service aux clients, versés ou fournis par un tiers ou par une personne agissant pour le compte d'un tiers.*

*Les avantages monétaires mineurs qui sont susceptibles d'améliorer la qualité du service fourni à un client et dont la grandeur et la nature sont telles qu'ils ne peuvent pas être considérés comme empêchant le respect par l'entreprise d'investissement de son devoir d'agir au mieux des intérêts du client, sont clairement signalés et sont exclus du présent paragraphe ».*

Autrement dit :

- Interdiction pure et simple des rétros pour les SGP au titre de la gestion sous mandat
- Une seule exception : la notion d'avantage « mineur ».

# Les autres services d'investissement

## Interdiction de toute rétrocession (art. 24(9) de MIF II)

Pour les autres services d'investissement (RTO, EO, etc.), maintien en substance du principe posé par l'actuel article 314-76 RGAMF :

*« Les entreprises d'investissement sont considérées comme ne remplissant pas leurs obligations au titre [des conflits d'intérêts] lorsqu'elles versent ou reçoivent une rémunération ou une commission, ou fournissent ou reçoivent un avantage non pécuniaire en liaison avec la prestation d'un service d'investissement ou d'un service auxiliaire, à ou par toute partie, à l'exclusion du client ou de la personne agissant au nom du client, à moins que le paiement ou l'avantage:*

*a) ait pour objet d'améliorer la qualité du service concerné au client; et*

*b) ne nuise pas au respect de l'obligation de l'entreprise d'investissement d'agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle au mieux des intérêts de ses clients ».*

- Attention : selon la position 2008-04, les SGP doivent respecter les règles relatives à l'EO ou à la RTO lors de la commercialisation de leurs OPC.
- Les critères posés par la position AMF 2013-10 devraient ici rester pertinents

# Le projet de position de l'ESMA

## Les propositions de l'ESMA sur la notion « d'avantage mineur »

L'ESMA propose une liste préétablie, incluant au moins les éléments suivants :

- *“i. information or documentation relating to a financial instrument (including financial research) or an investment service. This information could be generic in nature or personalised to reflect the circumstances of an individual client;*
- *ii. participation in conferences, seminars and other training events on the benefits and features of specific financial instrument or an investment service; and*
- *iii. hospitality of a reasonable de minimis value, this could for example include food and drink during a business meeting or a conference, seminar or other training events mentioned under ii ».*

Obligation de communiquer ces avantages mineurs au client **avant** la fourniture du service.

# Le projet de position de l'ESMA

## Les propositions de l'ESMA sur les conditions dans lesquelles la SGP exerçant la gestion sous mandat ne peut pas recevoir d'*inducement* :

- Obligation couvrant toutes les sommes reçues par le prestataire;
- Obligation de restituer les *inducements* au client dès que possible ;
- Obligation de mettre en place une procédure interne sur ce point ;
- Obligation d'informer le client des sommes collectées et qui lui sont reversées, le cas échéant dans le rapport périodique.

# Le projet de position de l'ESMA

## Les propositions de l'ESMA sur les conditions dans lesquelles les prestataires (autres que conseil en investissement et SGP pour la gestion sous mandat) doivent informer leurs clients :

- Obligation de communiquer une information “*in a clear, comprehensive, accurate and understandable manner*”, sur l'existence, la nature et le montant du paiement ;
- Lorsque le montant n'est pas déterminé, la méthode de calcul doit lui être communiquée ainsi que le montant effectivement perçu *ex-post* ;
- Obligation, une fois par an au moins, d'informer les clients sur une base individuelle du montant des *inducements* perçus.

# Le projet de position de l'ESMA

## ■ Les propositions de l'ESMA sur les conditions dans lesquelles l'inducement « améliore la qualité du service rendu au client » :

L'ESMA envisage de mettre en place un « *test d'amélioration* » comprenant 4 critères. L'*inducement* **ne peut être perçu**, si :

- L'inducement est essentiel pour les activités du prestataire (*it is used to pay or provide goods or services that are essential for the recipient firm in its ordinary course of business*);
- Il n'améliore pas le service (*it does not provide for an additional or higher quality service above the regulatory requirements provided to the end user client*) ;
- Il bénéficie directement au prestataire (*it directly benefits the recipient firm, its shareholders or employees without tangible benefit or value to its end user client*);
- En cas de rétro dans la durée, elle n'est pas liée au service fourni (*in relation to an on-going inducement, it is not related to the provision of an on-going service to an end user client*).

# Le projet de position de l'ESMA

## Les propositions de l'ESMA sur les conditions dans lesquelles l'*inducement* « améliore la qualité du service rendu au client » :

Obligation pour les prestataires de se conserver la preuve que l'*inducement* améliore la qualité du service rendu au client, de 2 manières **cumulatives** :

- En tenant une liste de tous les *inducements* reçus ;
- En enregistrant les conditions dans lesquelles le prestataire utilise les *inducements* ;

# Gestion du passif et liquidité

# Gestion de la liquidité pour les FIA autres que de type fermé ne recourant pas à l'effet de levier

## AIFM: un plaidoyer de la gestion actif/passif

- Mise en place d'une politique de gestion de la liquidité - article 47-2 du règlement délégué UE n° 231/2013
- Intégration du risque de liquidité dans la politique de gestion des risques
- Définition des personnes en charge du risque de liquidité et de leur mission
- Définition de limites de risques en matière de liquidité et de procédure de *reporting* et d'alertes sur le non-respect actuel ou anticipé des limites
- Suivi et mesure de l'évolution du profil de liquidité des FIA
- Traitement des problèmes de liquidité
- Mise en place de *Stress tests*

# Les *stress tests*

- **Gestion de la liquidité:** Réalisation régulière (au moins annuelle) de simulations de crise dans des conditions **normales** et **exceptionnelles** de liquidité. La fréquence doit être adaptée à la nature de chaque FIA en tenant compte notamment de la stratégie d'investissement, du profil de liquidité, du **type d'investisseurs** et de la politique de remboursement
- **Reporting aux régulateurs** : rapport semestriel sur la composition de l'actif et résultat des simulations de crise effectuées.
- Nécessité d'une connaissance fine du passif et d'une classification des investisseurs par segment stratégique afin de réaliser des *stress tests* pertinents
- Anticipation de la cyclicité de certains mouvements: paiement de dividendes, décaissement des allocations de retraite...
- Intégration des conditions de souscriptions et de rachats des parts/actions

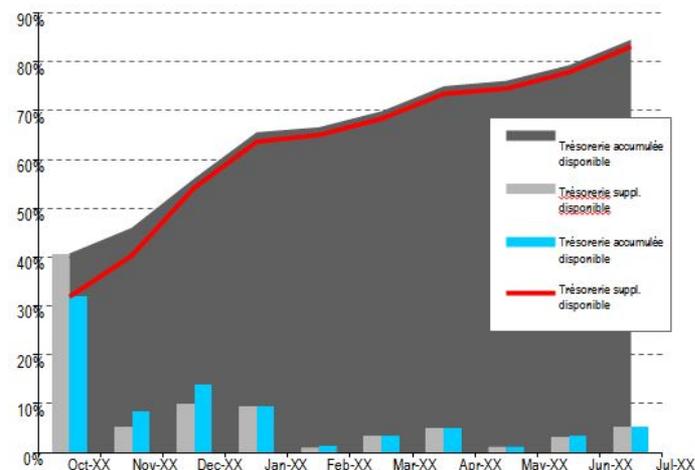
# Les *stress tests*

## Quelques questions à se poser

- Les porteurs de parts/actions d'un OPC doivent-ils être traités de façon commune dans un *stress test* quelque soit leur date de souscription ? Ou doit-on intégrer les VL de souscription comme indicateur?
- Comment déterminer la « liquidité » du passif? Quels sont les segments d'investisseurs stratégiques?
- Comment répartir les facteurs de « liquidité » du passif en risques endogènes et exogènes?
- Est-ce uniquement un outil pour anticiper des impasses ou crises de liquidité?
- Ou un élément à réelle valeur ajoutée permettant une optimisation de l'actif sous contraintes multi-horizons de passif?
- Comment relier *stress test*, performances historiques et scénarios de performances futures?

# Stress Test

Trésorerie Nette Disponible [%VL]		
Trésorerie Nette Disponible à la date du prochain rachat		
Trésorerie Nette Disponible à la date du prochain rachat -penalités		
Actifs investis [%VL]		
Date du prochain rachat		
Délai de préavis [nombre de jours]		
Lock-up [nombre de jours]		
Gate [%VL]		
Cut-off de la prochaine date de rachat		
Actifs sous gestion (EURO)		
% VL en actifs illiquides		



			Cash simulation (as of)						Time to cash simulation	
			31-Jul-XX		14-Aug-XX		28-Aug-XX		%VL réalisable	Délai pour réaliser X%VL
	Date de rachat	Liquidités disponibles	Trésorerie Accumulée disponible	Trésorerie suppl. disponible	Trésorerie Accumulée disponible	Trésorerie suppl. disponible	Trésorerie Accumulée disponible	Trésorerie suppl. disponible		
Next	jj/mm/aaaa	jj/mm/aaaa							Liquidité 10%	
2nd	jj/mm/aaaa	jj/mm/aaaa							Liquidité 20%	
3rd	jj/mm/aaaa	jj/mm/aaaa							Liquidité 30%	
4th	jj/mm/aaaa	jj/mm/aaaa							Liquidité 40%	
5th	jj/mm/aaaa	jj/mm/aaaa							Liquidité 50%	
6th	jj/mm/aaaa	jj/mm/aaaa							Liquidité 60%	
7th	jj/mm/aaaa	jj/mm/aaaa							Liquidité 70%	
8th	jj/mm/aaaa	jj/mm/aaaa							Liquidité 80%	
9th	jj/mm/aaaa	jj/mm/aaaa							Liquidité 90%	
10th	jj/mm/aaaa	jj/mm/aaaa							Liquidité 100%	
									Pénalités	
									Illiquidités	

# Gestion du passif et gestion temporaire de la liquidité: Mise en place de « *gates* »

- La mise en place de *gates* permet d'étaler les mouvements de rachats sur plusieurs valeurs liquidatives dès lors qu'ils excèdent un certain niveau, déterminé de façon objective
- Le mode de gestion du passif doit être compatible avec les *gates* introduites
- La méthode retenue doit être cohérente avec la structure de l'actif et du passif
- Description dans le Prospectus y compris du mécanisme pour traiter les ordres non exécutés (annulation ou report automatique à la prochaine VL)
- La SGP doit veiller au respect du principe de l'égalité des porteurs, agir dans le respect de l'intérêt des porteurs restants et éviter les risques de conflits d'intérêts
- Traitement des ordres et exécutions partielles: réduction de la valeur de la part ou décimalisation
- Information des porteurs

# Mécanismes d'amélioration de la liquidité des OPC: La charte de bonne conduite encadrant les mécanismes de « *swing pricing* » et de « droits ajustables » dans les OPCVM et les FIA de l'AFG

- Publication par l'AFG le 24 juin 2014, d'une « Charte de bonne conduite pour le *Swing Pricing* et les droits d'entrée et de sortie ajustables acquis aux fonds » permettant, aux sociétés de gestion qui le souhaitent, la mise en place de ces mécanismes.
- Deux possibilités sont mises en place, permettant d'agir soit sur la valeur liquidative soit sur les droits d'entrée ou de sortie.
- L'action sur la valeur liquidative : le « *swing pricing* » ou valeur liquidative ajustée: Il s'agit du mécanisme par lequel la valeur liquidative permettant la souscription ou le rachat des parts est ajustée :
  - à la hausse, si la variation de passif liée aux souscriptions nettes est positive ;
  - à la baisse, si la variation de passif liée aux souscriptions nette est négative, de manière à réduire pour les porteurs détenant des titres de l'OPC le coût de réaménagement de portefeuille lié aux mouvements de passif.
- L'action sur les commissions d'entrée ou de sortie : les droits d'entrée ou de sortie ajustables acquis au fonds: Il s'agit du mécanisme par lequel les droits d'entrée et de sortie sont ajustés :
  - à la hausse, si la variation de passif est positive ;
  - à la baisse, si la variation de passif liée aux souscriptions nettes est négative, de manière à réduire pour les porteurs présents dans le fonds le coût de réaménagement de portefeuille lié aux mouvements de passif.

# Mécanismes d'amélioration de la liquidité des OPC: La charte de bonne conduite encadrant les mécanismes de « *swing pricing* » et de « droits ajustables » dans les OPCVM et les FIA de l'AFG

- **Les procédures:** Ces mécanismes ne doivent en aucun cas rompre l'égalité des porteurs ou mettre en place des situations de conflits d'intérêts. Aussi, leur mise en place est-elle subordonnée à des règles précises encadrant notamment :
  - la détermination des frais susceptibles d'être pris en compte dans le calcul d'ajustement de la valeur liquidative ou des frais variables (Charte de bonne conduite AFG, § III, 1)
  - la mise en place par la société de gestion concernée d'une politique de gestion du « *swing pricing* » ou « des droits ajustables », intégrant notamment les modalités de calcul, les conditions de mise en œuvre, et la gestion des conflits d'intérêts.
- **L'information des investisseurs:** Les investisseurs doivent être informés de l'existence de ces règles par des mentions dans les documents réglementaires. Ainsi, par exemple, l'existence de droits ajustables doit figurer dans la rubrique « frais » du DICI. Enfin, la décision initiale de la société de gestion de soumettre un OPC à l'un de ces mécanismes est traitée selon la règle suivante :
  - le « *swing pricing* » dans un OPC, s'assimilant à une précision des règles d'évaluation et de comptabilisation des actifs, fait l'objet d'une information par tout moyen, reprise lors du *reporting* suivant de l'OPC ;
  - la mise en place de « droits ajustables » dans un OPC fait, en revanche, l'objet d'une information particulière avec possibilité de sortie sans frais.

# Gestion du passif et réglementation US

# Ringfencing US Persons – *Investment Advisers Act and Dodd Frank Act*

- *Investment Advisers Act of 1940* réglemente les entreprises ou les praticiens individuels rémunérés en tant que conseiller en placement.
  - *Investment Adviser* : une personne/entité qui contre rémunération donne des conseils à des tiers sur la valeur de titres ou sur l'opportunité d'investir dans, d'acheter ou de vendre des titres.
  - Tout « *Investment Adviser* » est obligé, **quelle que soit leur localisation**, de s'enregistrer auprès de la SEC dès lors qu'ils ont un certain nombre de clients américains ou d'actifs venant de clients américains.
- Le *Dodd Frank Act*, entré en vigueur le 14 juillet 2010, a modifié les règles d'exemptions dont pouvaient bénéficier certains *Investment Advisers*. Desormais, les trois principales exemptions permettent de ne pas se soumettre aux obligations d'enregistrement auprès de la SEC sont:
  - La « *Foreign Private Adviser Exemption* »
  - La « *Private Fund Adviser Exemption* »
  - La « *Venture Capital Fund Exemption* »

# Ringfencing US Persons – *Foreign Private Adviser* Exemption

- La Section 202(a)(30) de l'*Investment Adviser Act* définit un « *Foreign Private Adviser* » comme un *Investment Adviser* qui répondrait aux conditions cumulatives suivantes :
  - Ne pas avoir de présence commerciale aux Etats-Unis
  - Avoir au total, **moins de 15 US Persons** qui sont des clients ou investisseurs dans des « *private funds* » conseillés par l'*Investment Adviser*
  - Avoir un **montant sous gestion consolidé de moins de \$25 millions attribuables à des US Persons** (clients et investisseurs dans des « *private funds* »)
  - Ne pas se présenter aux Etats-Unis comme un *Investment Adviser* (pas de publicité et pas d'inscription d'affaires en tant que conseiller en placement et ne pas conseiller de sociétés d'investissement ou de sociétés de prospection inscrites aux Etats-Unis.
  - Ne pas conseiller de « *registered investment company* » ou de « *business development company* »
- NB: Tout OPC ayant des investisseurs américains est un « *private fund* », cette notion faisant référence aux règles de placement privé à des investisseurs américains et non à une structure particulière d'investissement

## Ringfencing US Persons – *Private Fund Exemption*

- La Section 203(m) de l'*Investment Adviser Act* prévoit une exemption à l'obligation d'enregistrement auprès de la SEC pour tout *Investment Adviser* :
  - Qui agirait – en ce qui concerne des *US Persons* – uniquement en tant qu'*Investment Adviser* auprès de « *qualifying private funds* »
    - «*private funds*» : **couvre tous les fonds non américains qui ont des investisseurs américains** (des hedge funds, des fonds de private equity qui comptent des investisseurs américains parmi leurs investisseurs mais aussi des fonds UCITS)
  - Qui aurait des **actifs sous gestion de moins de \$150 millions aux Etats-Unis**
  - Qui soumettrait une Form ADV dans les 60 jours suivant la soumission à l'exemption puis annuellement dans les 90 jours suivant la clôture de l'exercice fiscal annuel.
- Un *Investment Adviser* ne peut pas bénéficier de la « *Private Fund Exemption* » s'il a également des clients US Persons (personnes physiques, personnes morales, managed accounts...) auxquels il fournit des conseils en investissement.

# Ringfencing US Persons – *Definition des US Persons*

- Afin de déterminer si le client est **en dehors des Etats-Unis**, l'*Investment Adviser Act* fait référence à la définition de **US Person** telle que définie par la réglementation américaine « *Regulation S* » du *Securities Act* de 1933.
  - Sont considérés comme *US Person*:
    - toute personne physique résidant (de façon permanente) aux Etats-Unis,
    - toute société, trust, fiducie, compte individuel ou joint (géré de manière discrétionnaire ou non) ou structure similaire (a) dont (1) l'actionnaire ou le bénéficiaire effectif est une US Person ou dont (2) l'exécuteur, l'administrateur, le fiduciaire (trustee) ou le gérant (titulaire du mandat) est une US Person ou (b) est enregistrée ou constituée selon les lois américaines, et
    - toute succession (a) d'une US Person au moment du décès ou (b) dont l'exécuteur, l'administrateur ou le fiduciaire (trustee) est une US Person.

NB: La définition de US Person sous l'*Investment Adviser Act* est différente de celle du FATCA, qui couvre également des citoyens américains non-résidents aux Etats-Unis.

# DFA et gestion du passif: quelques questions à se poser

- Comment comptabiliser les actifs sous gestion au titre de la « *Private Fund Exemption* » ?
- Un client qui n'était pas une US Person lors de l'entrée en relation d'affaire doit-elle être considéré comme une US Person en cas de changement de situation ?
- Une SGP peut-elle raisonnablement estimer qu'un investisseur ne se situe pas aux Etats-Unis ?
- Quels sont les principaux critères pour déterminer si une personne physique est une US Person ?
- Quels sont les principaux critères qui permettent d'établir qu'un client personne morale est une US Person ?
- Un Trust dont le Trustee n'est pas une US Person mais dont tous les bénéficiaires sont des US Persons est-il une US Person ?

# Foreign Account Tax Compliance Act (« FATCA »)

- Législation du 18 mars 2010 (incorporée dans le HIRE Act) entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2013, *Final Regulations* promulguées le 17 janvier 2013
- Objectif : communication de renseignements sur des *substantial U.S. owners* (« SUSO ») par des Foreign Financial Institutions (« FFI ») au fisc américain
- La définition de SUSO comprend certains USPs bénéficiaires des trusts étrangers à raison de 10 % des distributions (si >\$5.000) ou 10 % de l'actif (si >\$50.000)
- Moyen : en l'absence de communication de renseignements, retenue à la source (sauf application de conventions fiscales, au moyen de remboursement) :
  - par les payeurs américains (*U.S. withholding agents*) et « Participating FFIs »
  - de 30 % sur
    - intérêts, dividendes, royalties, etc. et montants bruts de cessions de valeurs mobilières
    - payés
      - aux personnes détenant un compte d'une valeur >\$50.000 n'ayant pas communiqué des renseignements exigés (*Recalcitrant Account Holders*) / Non-Exempt Non-Financial Foreign Entities (« NFFE ») sauf certification de l'absence des SUSO ou communication des renseignements sur les SUSOs
      - aux FFIs (autres que Participating FFIs / Deemed-Compliant FFIs) et à d'autres destinataires (« *Passthru Payments* »)
- Calendrier chargé comprenant : 15/7/13 ouverture d'immatriculation des FFIs ; 1/1/14 commencement de la retenue à source pour certains paiements et des procédures de vérification ; 1/1/15 extension de la retenue à la source (NFFE) ; 31/3/15 commencement des déclarations des FFIs au fisc US ; 1/1/16 extension de la retenue à la source (certains FFIs) ; 1/1/17 retenue à la source sur *Passthru Payments*

# FATCA (suite)

## ■ FFI

- Critères : tenir des dépôts (par ex. banques), détenir des actifs financiers pour des tiers pour au moins 20 % de son activité (par ex. *trust company, broker*), faire des investissements ou des opérations de marché relatifs aux valeurs mobilières ou assimilés (par ex. OPCVM, FIAs, autres fonds d'investissements)

## ■ Exceptions

- *Excepted NFFEs* : entreprises cotées et certaines autres entreprises notamment avec une activité principale autre que financière ou opérant dans le cadre d'un groupe d'entreprises non financières
- *Deemed-compliant FFIs*

## ■ Participating FFI :

- FFI ayant conclu un engagement (*FFI Agreement*) envers le fisc américain à lui fournir des renseignements spécifiques sur des titulaires des comptes ou à retenir et lui verser une retenue à la source de 30% sur les paiements reçus dans ces comptes
- FFI faisant l'objet d'un *Intergovernmental Agreement* (« IGA ») :
  - Model 1 : les FFIs sont contraintes de communiquer (après *due diligence* sur comptes >\$50.000/personne physique ou \$250.00/personne morale ou assurance) à la recherche de *U.S. indicia*) les renseignements sur les SUSOs à l'autorité fiscale nationale, qui les communiquera au fisc américain ; les FFIs seront *Deemed-Compliant* FFIs et n'auront généralement pas d'obligation de retenir à la source
  - Model 2 : les FFIs communiqueront (après *due diligence* à la recherche de *U.S. indicia*) les renseignements sur les SUSOs au fisc américain et appliqueront une retenue à la source sur les *Passthru Payments*
- Exemptions aux obligations de retenir à la source pour engagements existant au 1er janvier 2014 (*grandfathered transactions*)

# FATCA task list for fund managers

## First steps (by May 5, 2014 for first IRS list)

- Appoint Responsible Officer
- Determine scope/status of funds/entity
- Register funds/entity (if applicable)
- Review prospectus and distribution arrangements
- Review third parties

## By July 1, 2014

- Implement updated KYC procedures
- Cooperate with service providers to establish Target Operation Model
- Update relevant documents relating to new investor onboarding
- Determine investor status (if carried out internally), or review/confirm pre-classification proposals made by third party servicer (if outsourced)
- Identify FATCA withholding risk on assets, cashflow and counterparties.

## By March 31, 2015

- Identify flows to be reported
- Implement reporting Target Operation Model
- Update contracts/central repositories
- Submit reporting (if carried out internally), or review/confirm report (if outsourced)

## By June 30, 2015/2016

- Classify preexisting investors
- Collect KYC and tax documents
- Review/confirm pre-classification proposals made by third party servicer (if outsourced)

# FATCA et gestion du passif – Quelques questions à se poser ?

- Est-il possible d'interdire la souscription d'actions/parts d'un OPC à des US Persons au sens de FATCA ?
- Cette possibilité est-elle ouverte tant pour les OPCVM que pour les FIA ?
- Concernant le statut de « Restricted Fund », Un OPC peut-il imposer la règle de la forme au nominatif administré et exclure le nominatif pur ?
- Ya t'il des règles spécifiques pour les OPC français commercialisés à l'étranger ?
- Quid des OPC luxembourgeois? Y a t'il des règles spécifiques ?

# Gestion du passif: FATCA et contrats de distribution

- Clause concernant l'obligation du distributeur de communiquer à la SGP de portefeuille son statut FATCA (GIIN ou auto-certification) ;
- Clause concernant l'obligation du distributeur de se conformer à toutes les obligations FATCA selon la loi du pays applicable à l'OPC en question et plus particulièrement pour les OPC français, aux obligations d'identification et de *reporting* ;
- Clause concernant l'obligation d'information de la part du distributeur dans le cas où l'un de ses clients investissant dans un OPC deviendrait une U.S. Person au sens de FATCA (information et éventuellement rachat forcé si permis par la loi locale de l'OPC et si autorisé par le prospectus de l'OPC en question) ;
- Clause concernant la responsabilité du distributeur en cas de non-respect de ses obligations FATCA et indemnisation de la Société de gestion de portefeuille et/ ou du fonds ;
- Clause concernant le changement des circonstances : obligations du distributeur en cas de changement de son statut FATCA (information de la SGP en cas de changement de statut FATCA, cause de résiliation automatique du contrat, traitement des clients U.S Person apportés par le distributeur en cas de résiliation du contrat avec le distributeur...).

# Conclusion

# Conclusion

- **Gestion du passif** : Des obligations réglementaires mais également un véritable outil d'optimisation de la gestion pour les SGP
- **Gestion du passif** : des obligations réglementaires au niveau européen à anticiper
- **Gestion du passif et distribution cross-border** : être attentifs aux réglementations étrangères pour déterminer une stratégie de distribution
  - ▣ **Des restrictions dans la distribution de certains OPC à l'initiative de certains régulateurs:** *Non Main-Stream Pooled Investment vehicle* au UK (depuis le 1er janvier 2014), Règlement de l'Autorité des services et marchés financiers concernant l'interdiction de commercialisation de certains produits financiers auprès des clients de détail en Belgique à partir du 1er juillet 2014
  - ▣ « **Product Intervention** » dans le cadre de MIF II: « National regulators will have powers to permanently ban products, in coordination with ESMA, and ESMA will also be able to temporarily ban products ».

**Dana Anagnostou**  
Associée

## KRAMER LEVIN

### **Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP**

47, Avenue Hoche 75008 Paris  
Tel (33-1) 44 09 46 48 Fax (33-1) 44 09 46 01  
Mob (33-6) 20 07 75 70  
danagnostou@kramerlevin.com  
*New York Paris Silicon Valley www.kramerlevin.com*

**Hubert de Vauplane**  
Associé

## KRAMER LEVIN

### **Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP**

47, Avenue Hoche 75008 Paris  
Tel (33-1) 44 09 46 80 Fax (33-1) 44 09 46 01  
Mob (33-6) 80 11 74 82  
hdevauplane@kramerlevin.com  
*New York Paris Silicon Valley www.kramerlevin.com*

**Valentine Baudouin**  
Collaboratrice Senior

## KRAMER LEVIN

### **Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP**

47, Avenue Hoche 75008 Paris  
Tel (33-1) 44 09 46 39 Fax (33-1) 44 09 46 01  
Mob (33-6) 76 89 64 06  
vbaudouin@kramerlevin.com  
*New York Paris Silicon Valley www.kramerlevin.com*

**Hugues Bouchetemble**  
Collaborateur Senior

## KRAMER LEVIN

### **Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP**

47, Avenue Hoche 75008 Paris  
Tel (33-1) 44 09 46 55 Fax (33-1) 44 09 46 01  
Mob (33-6) 27 08 61 62  
hbouchetemble@kramerlevin.com  
*New York Paris Silicon Valley www.kramerlevin.com*