

Rapport final sur la transposition de la directive AIFM et développement de la gestion innovante en France.

Comité de place présidé par
Monique Cohen et
Jean-Luc Enguéhard.

26 juillet 2012

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

Sommaire

Préambule	3
Introduction.....	4
Partie 1 : Vision stratégique de l'évolution de la gestion de fonds d'investissement alternatifs française	5
1. Redonner du sens à la « gestion de fonds d'investissement alternatifs » en termes d'innovation et de diversité des produits proposés	5
2. Etat des lieux de la gestion d'actifs française	6
2.1 La gestion d'actifs française : une industrie dynamique parmi les premières places mondiales.....	6
2.2 La gestion de fonds d'investissement alternatifs française : un gisement d'investisseurs chez les institutionnels et la gestion privée.....	6
3. Les fonds d'investissement alternatifs : un enjeu économique pour la France	8
4. Atouts et opportunités de développement de la gestion de fonds d'investissement alternatifs française	9
4.1 Forte d'un bassin d'experts en matière d'innovation financière, la place de Paris dispose de nombreux atouts nécessaires au développement de la gestion de fonds d'investissement alternatifs.....	9
4.2 Les acteurs de la gestion de fonds d'investissement alternatifs française disposent de réels atouts et d'une avance réglementaire significative pour porter leurs ambitions de développement à l'international	9
4.3 Le Passeport : une opportunité de distribuer la marque "France" sur les marchés européens et internationaux.....	10
5. Ambitions de la Place de Paris vis-à-vis de la directive AIFM.....	11
5.1 Faire de la directive un levier de croissance pour la gestion de fonds d'investissement alternatifs française	11
5.2 Une ambition légitime, réaliste et progressive	11
Partie 2 : Orientations de la transposition.....	12
1. Au-delà des enjeux techniques de la transposition, des enjeux stratégiques pour la Place	12
2. Principe fondateur : transposer fidèlement la directive AIFM	13
3. Premier axe : Poursuivre et accentuer la promotion de la place de Paris à l'international	14
3.1. Renforcer l'attractivité de la place envers les gestionnaires et les investisseurs (français ou étrangers)	14
3.2. Promouvoir davantage la qualité du régulateur français en termes d'expertise et de réactivité.....	14
3.3. Promouvoir la gestion de fonds d'investissement alternatifs française à l'étranger en intensifiant les actions de promotion de la Place de Paris entamées dans le cadre de la transposition de la directive OPCVM IV	15
4. Deuxième axe : Saisir les opportunités de la directive AIFM pour donner une nouvelle impulsion au développement de sociétés de gestion françaises robustes et compétitives	16
4.1. Conserver un statut unique pour les sociétés de gestion de portefeuille mais modulable par adossement à un programme d'activité tenant compte des spécificités de chaque type de gestion	16
4.2. Permettre aux sociétés de gestion qui bénéficieront d'un double agrément AIFM et OPCVM d'offrir des services de réception transmission d'ordres (RTO).....	17
4.3. Permettre la délégation de l'activité de gestion financière aux « PSI non société de gestion » en contrepartie d'une maîtrise des risques et d'un encadrement des conflits d'intérêts, mais examiner si les restrictions permises par la Directive, notamment applicables aux FIA commercialisés auprès des investisseurs non-professionnels, ne permettraient pas d'assurer une meilleure protection de l'investisseur.....	18

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

4.4. Aligner les intérêts du gestionnaire sur celui des épargnants en matière de politique de rémunération des gérants.....	19
5. Troisième axe : simplifier et moderniser la gamme de fonds soumis à la directive AIFM.....	21
5.1. Moderniser et simplifier la gamme de produits français au sein de trois catégories de fonds, en distinguant les fonds destinés aux investisseurs professionnels de ceux destinés au grand public et en tenant compte des spécificités de la gestion spécialisée	21
5.2. Harmoniser les seuils de souscription avec deux niveaux distincts pour le grand public et les professionnels	23
5.3. Analyser dans le cadre d'un chantier exploratoire les possibilités offertes par de nouvelles techniques de gestion et de nouvelles classes d'actifs	24
5.4. Réexaminer l'éligibilité des FIA aux institutionnels	25
6. Quatrième axe : Inscrire les dépositaires français, pour lesquels les impacts en termes de transposition sont limités, à jeu égal dans la compétitivité européenne, au service de l'attractivité de la Place de Paris, tenant compte des particularités de la gestion spécialisée (capital investissement, immobilier).....	26
6.1. Maintenir dans la législation française la liste actuelle des entités éligibles à la fonction dépositaire dans un souci d'efficience	26
6.2. Aligner les missions du dépositaire pour les fonds soumis à la directive OPCVM sur le régime AIFM	27
6.3. Permettre aux dépositaires le développement d'activités connexes sous réserve du respect des exigences de la directive en matière d'identification et de gestion des conflits d'intérêts.....	28
6.4. Promouvoir et soutenir les efforts des acteurs visant à promouvoir la Place.....	29
Partie 3 : Recommandations du comité de Place aux institutions européennes	31
1. Champ d'application des fonds pouvant être considérés comme des FIA au sens de la directive AIFM : comment éviter toute distorsion d'interprétation au sein des Etats membres ?	31
2. Accords avec les pays tiers : peut-on accepter la mise en place d'un passeport pays tiers en 2015 sans aucune mesure de réciprocité ?	32

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

Préambule

A l'instar des travaux réalisés par le groupe de place de la transposition de la directive OPCVM IV et dans le prolongement du rapport du Haut Comité de Place d'octobre 2010 portant sur « la stratégie et le développement de l'industrie française de la gestion d'actifs », un Comité de Place réunissant toutes les parties prenantes de l'industrie française de la gestion d'actifs ainsi que les représentants des investisseurs institutionnels et des épargnants, s'est attaché à mesurer les enjeux portés par la directive AIFM et à préparer sa transposition.

Les travaux qu'il a menés ont permis aux acteurs français de la gestion et du métier des titres de formuler des recommandations, exprimées autour d'un principe fondateur et de quatre grands axes, qui devraient être suivies lors de la transposition de la directive en droit national, au regard des enjeux qu'elle porte et de la vision qu'ont les professionnels vis-à-vis du développement de la gestion de fonds d'investissement alternatifs française.

Il convient de souligner que ces travaux ont été menés à partir des textes disponibles sur la période durant laquelle le Comité de Place s'est réuni.

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

Introduction

La directive concernant les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, connue sous son acronyme anglais "AIFM" pour *Alternative Investment Fund Managers*, adoptée par le Parlement européen en novembre 2010 et entrée en vigueur le 21 juillet 2011, modifie profondément la réglementation applicable à l'industrie européenne de la gestion de fonds d'investissement alternatifs. Cette directive a pour but d'encadrer l'ensemble des fonds d'investissement alternatifs commercialisés en Europe par un corps de règles commun qui permette leur développement dans un cadre mieux sécurisé ainsi que le renforcement de la protection des investisseurs. Alors que certains acteurs n'étaient pas ou peu régulés, tous les gestionnaires dépassant les seuils définis dans la directive devront désormais se soumettre à une procédure d'agrément et fournir un *reporting* régulier. Dès lors, la transposition en droit national constitue un défi majeur pour de nombreux Etats Membres dans la mesure où la directive AIFM pourrait conduire à des changements structurels pour l'industrie, selon les interprétations qui seront faites par les Etats Membres.

L'enjeu pour la France est considérable. Près de la moitié des fonds français pourraient, au sens de la directive, être qualifiés de Fonds d'Investissement Alternatifs (« FIA »), et près des deux tiers des sociétés de gestion gèrent actuellement des FIA. D'autres véhicules, non encore régulés, pourraient être également couverts par la Directive. Il est donc apparu essentiel de mener une réflexion, au sein d'un Comité de Place¹ constitué à l'initiative du régulateur français, sur les orientations stratégiques qu'il conviendrait de poursuivre lors de la transposition de cette directive en France.

Pour ce Comité, l'Autorité des marchés financiers a souhaité avoir une représentation la plus large possible des parties prenantes. Des associations de professionnels étaient ainsi représentées, ainsi que des professionnels issus de toutes les stratégies de gestion visées par la directive AIFM (sociétés de gestion généralistes, sociétés de gestion dite « alternative », acteurs du capital investissement et spécialistes de l'immobilier). Ont également été associées à ces travaux, des représentants des investisseurs institutionnels et épargnants, ainsi que les autorités nationales concernées telles que la Direction Générale du Trésor, la Direction de la Législation Fiscale, l'Autorité de Contrôle Prudentiel et l'Autorité des Normes Comptables. Dépositaires, avocats et consultants ont aussi largement contribué aux réflexions menées. Présidé par deux membres du Collège de l'Autorité des marchés financiers, Monique Cohen et Jean-Luc Enguéhard, ce Comité a débuté ses travaux en novembre 2011.

La directive AIFM vise un double objectif : d'une part, réguler les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et, d'autre part, surveiller et limiter les risques systémiques. A cette fin, elle introduit l'obligation pour tout gestionnaire de fonds « alternatif » d'être agréé et de se conformer à une série de règles harmonisées en matière notamment de gestion des risques, de gestion des conflits d'intérêts, de délégation, de valorisation, de recours à un dépositaire ou encore d'information des porteurs. Par ailleurs, elle impose un *reporting* à destination des régulateurs qui comprend entre autres des informations relatives aux principales expositions et à l'utilisation de l'effet de levier par les fonds gérés. Bien que la réglementation française comporte déjà de très nombreuses dispositions applicables aux gestionnaires de fonds d'investissement, y compris ceux non coordonnés par la directive OPCVM, la transposition de la directive AIFM impliquera une révision de certaines dispositions de la législation et de la réglementation françaises, ainsi que du Règlement général de l'AMF.

Au-delà des nouvelles obligations qu'elle impose et du cadre sécurisé dans lequel les gestionnaires concernés devront évoluer, la directive AIFM pourrait offrir de nombreuses opportunités de développement pour la gestion de fonds d'investissement alternatifs française. Elle pourra d'abord permettre aux fonds désignés comme des fonds d'investissement alternatifs de gagner en visibilité au travers d'une gamme simplifiée qui permettra aux investisseurs d'accéder plus simplement à toute la richesse qu'offrent les diverses stratégies de gestion dites « alternatives » mises en œuvre par les gérants français. Elle permettra également aux acteurs et à l'écosystème français reconnu notamment pour la qualité de sa régulation, de se repositionner au sein de l'espace européen et sur la place internationale, en s'appuyant sur l'avance² dont ils disposent en termes de conformité aux exigences imposées par la directive AIFM.

Le Comité de Place s'est attaché à mesurer les enjeux portés par la directive AIFM et à préparer sa transposition dans un cadre qui permette aux acteurs français de simplifier et moderniser la gamme de fonds soumis à la directive, d'accélérer la promotion de la Place de Paris à l'international, de placer les dépositaires français à jeu égal dans la compétitivité européenne, et de saisir les opportunités de la directive AIFM afin de donner une

¹ La composition du Comité de Place figure à l'Annexe 1 de ce rapport

² Les acteurs français bénéficient d'une avance vis-à-vis de la transposition dans la mesure où ils sont d'ores et déjà soumis à un cadre réglementaire très proche des exigences de la directive AIFM

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

nouvelle impulsion au développement de sociétés de gestion françaises tout en conservant un haut niveau de protection des épargnants.

Les travaux menés par le Comité de Place ont ainsi permis aux acteurs français de la gestion et du métier des titres, de formuler des recommandations qui devraient être suivies lors de la transposition de la directive en droit national, au regard des enjeux qu'elle porte et de la vision qu'ont les professionnels vis-à-vis du développement de la gestion de fonds d'investissement alternatifs française.

Tel est l'objet du présent rapport.

Partie 1 : Vision stratégique de l'évolution de la gestion de fonds d'investissement alternatifs française

1. Redonner du sens à la « gestion de fonds d'investissement alternatifs » en termes d'innovation et de diversité des produits proposés

Au premier abord, à défaut d'une définition communément acceptée, la gestion de fonds d'investissement alternatifs est le plus souvent considérée comme un mode de gestion de portefeuille appliqué par certains fonds d'investissement dits « fonds alternatifs » (« *hedge funds* » dans sa terminologie anglaise).

Jusqu'à présent, les sociétés de gestion de ce type de fonds n'étaient soumises dans beaucoup de juridictions à aucune réglementation spécifique et n'étaient pas autant réglementées que les sociétés gérant des fonds de placement « classiques », en ce qui concerne notamment les stratégies de gestion qu'ils poursuivent. Compte tenu de cette absence de régulation spécifique, les fonds de gestion dite « alternative » ont historiquement privilégié des catégories d'investisseurs avisés (institutionnels et gestion privée essentiellement), et limité la plupart du temps leur distribution auprès du grand public.

D'autre part, possédant ses propres critères d'une juridiction et/ou d'un texte à un autre (AIFMD, Dodd-Frank Act, US SEC, UK FSA...), la définition de la gestion de fonds d'investissement alternatifs est jusqu'à présent restée confuse, méritant de faire l'objet d'un cadre spécifique harmonisé et d'efforts en matière de pédagogie et de communication auprès des différents types de clientèle susceptibles d'y souscrire.

Plutôt que de résumer la gestion de fonds d'investissement alternatifs par une correspondance limitée et unique avec la seule catégorie de fonds dits « *hedge funds* », il pourrait être considéré que tous les fonds qui ne sont pas des OPCVM coordonnés³ soient définis comme des « fonds d'investissement alternatifs », et d'encadrer alors les gérants de ce type de fonds par un corps de règles commun qui permette leur développement dans un cadre mieux sécurisé ainsi que le renforcement de la protection des investisseurs. Telle est la démarche de la directive AIFM.

En effet, celle-ci apporte une définition indirecte de la gestion de fonds d'investissement alternatifs à travers les « fonds d'investissement alternatifs » gérés par les gestionnaires qu'elle vise, et définit⁴ les « FIA⁵ » comme des *organismes de placement collectif, y compris leurs compartiments d'investissement, qui :*

- i) *lèvent des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs en vue de les investir, conformément à une politique d'investissement définie, dans l'intérêt de ces investisseurs ; et*
- ii) *ne sont pas soumis à agrément au titre de l'article 5 de la directive 2009/65/CE.*

La directive AIFM définit donc par « fonds de gestion de fonds d'investissement alternatifs »⁶ l'ensemble des véhicules qui ne relèvent pas de la directive OPCVM (« UCITS » dans sa terminologie anglaise), dont les OPCVM non coordonnés à vocation générale, les « *hedge funds* », les fonds de capital investissement et les fonds d'investissement immobilier.

En apportant ces précisions, la directive AIFM permet de redonner un sens plus aigu à la gestion de fonds d'investissement alternatifs et d'apporter une définition européenne et internationalement reconnue à une très grande variété de fonds utilisant des stratégies de gestion dites « non traditionnelles », qui font notamment la réputation de la gestion innovante française reconnue mondialement pour son expertise.

³ Fonds « UCITS »

⁴ Article 4 - a de la directive AIFM

⁵ « Fonds d'Investissement Alternatif » au sens de la directive AIFM

⁶ « Alternative Investment Funds »

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

Cette clarification apportée à la gestion de fonds d'investissement alternatifs permet ainsi de lui conférer un cadre réglementaire précis et de limiter à l'avenir les amalgames qui ont pu affaiblir son image dans le passé, par défaut de communication suffisante et par absence d'harmonisation entre juridictions.

2. Etat des lieux de la gestion d'actifs française

2.1 La gestion d'actifs française : une industrie dynamique parmi les premières places mondiales

A fin 2011, on comptait en France 600 sociétés de gestion de portefeuille qui géraient un total d'encours sous gestion de 2 636 milliards d'euros, dont la moitié en fonds de droit français et l'autre investie dans la gestion financière sous mandat ou de fonds de droit étranger⁷.

La population des sociétés de gestion françaises, qui a plus que doublé en dix ans, continue de croître et de s'appuyer sur une dynamique de créations, fusions, réorganisations et consolidations de ses acteurs.

Le marché français dispose aussi d'un vaste tissu de sociétés de gestion entrepreneuriales spécialisées notamment dans la gestion active, la gestion privée, la gestion de fonds d'investissement alternatifs, la multigestion et le capital investissement.

L'implication croissante du nombre de ces entreprises, mais aussi des sociétés de taille plus importante, sur les marchés internationaux de la gestion s'est confirmée en 2011.

L'industrie française de la gestion se situe⁸ aux tout premiers rangs internationaux, au premier rang européen en termes de gestion financière collective, et au second rang mondial, après les Etats-Unis. En ce qui concerne la domiciliation de fonds d'investissement, la France se place au deuxième rang européen, après le Luxembourg, et au troisième rang mondial.

L'industrie de la gestion d'actifs française a su, au fil des années, construire un modèle compétitif et efficient basé sur :

- une compétence de longue date en gestion financière ;
- un remarquable développement de l'innovation financière depuis plusieurs décennies ;
- une régulation régulièrement adaptée favorisant clairement la protection de l'investisseur sans négliger l'efficacité industrielle ;
- un important niveau d'épargne et des réseaux de distribution solides et diversifiés.

La gestion d'actifs française peut également s'appuyer sur un écosystème⁹ riche en métiers et en compétences (trois dépositaires français figurent parmi les dix premiers mondiaux), un nombre croissant de sociétés de gestion entrepreneuriales spécialisées, 11 000 fonds d'investissement, dont 8 000 à vocation générale et donc destinés au grand public.

Enfin, deux groupes français figurent parmi les dix premiers groupes de gestion au niveau mondial, et quatre parmi les vingt premiers.

2.2 La gestion de fonds d'investissement alternatifs française : un gisement d'investisseurs chez les institutionnels et la gestion privée

Au-delà des fonds de capital investissement et des fonds immobiliers que la directive AIFM considère comme des FIA, d'autres fonds français sont visés tels que les OPCVM non coordonnées à vocation générale ou les « *hedge funds* » poursuivant diverses stratégies de gestion non traditionnelles.

En 2003, la régulation française a créé des nouveaux types de véhicules pouvant accueillir des stratégies dites de « gestion de fonds d'investissement alternatifs » à travers des fonds contractuels et des fonds agréés à règles d'investissement allégées (fonds dits « ARIA¹⁰ »). Ces nouveaux véhicules ont permis aux gérants français de disposer d'outils dérogeant aux règles de droit commun et destinés aux investisseurs avertis.

L'arrivée de ces nouveaux produits en France a marqué une première étape en matière d'innovation pour la gestion de fonds d'investissement alternatifs française en permettant de la promouvoir et de la rendre plus attractive.

⁷ Sources : AMF

⁸ & ⁹ Sources : AFG « L'industrie française de la gestion d'actifs – Août 2011 »

⁹ La notion d'écosystème fera l'objet d'une définition infra

¹⁰ Agréés à Règles d'Investissement Allégées

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

D'une part, les fonds contractuels, très proches d'un mandat de gestion quant à leur flexibilité, permettent d'offrir aux investisseurs un cadre sécurisé pour des fonds d'investissement alternatifs dont les règles sont définies dans leurs prospectus et suivent un programme d'activité spécifique.

D'autre part, les fonds ARIA ont permis également aux investisseurs d'accéder à la gestion de fonds d'investissement alternatifs directe dans un cadre régulé, dont les conditions d'accès sont adaptées à la nature des investisseurs et au risque potentiel des fonds. Des règles d'information sont également venues sécuriser le dispositif de commercialisation de ces fonds en répondant à la spécificité de chacun d'entre eux, à la stratégie mise en œuvre, ainsi qu'à la sophistication de l'investisseur devant démontrer un certain niveau de connaissance et de compréhension en matière financière. Ces règles d'investissement assouplies et l'encadrement de la mise en œuvre de l'effet levier de ce type de produits ont permis de commencer à développer la compétitivité de la place de Paris en matière de gestion de fonds d'investissement alternatifs.

Ainsi, parmi les 600¹¹ sociétés de gestion françaises, plus de 400 gèrent aujourd'hui des FIA au sens de la directive AIFM, pour un total d'encours sous gestion de 690 milliards d'euros.

En ce qui concerne les produits, la France compterait donc 6 300 FIA répartis ainsi :

- 4 200 fonds non coordonnés (ne relevant pas de la directive OPCVM), dont plus de 3 800 à vocation générale, le reste en fonds ARIA ;
- 1 500 véhicules de capital investissement dont 800 FCPR¹² à procédure allégée non agréés ;
- 300 fonds immobiliers (OPCI¹³/SCPI¹⁴) ;
- 600 fonds contractuels déclarés.

L'industrie française de la gestion de fonds d'investissement alternatifs au sens de la directive AIFM (i.e. « fonds non coordonnés » ou encore « fonds non soumis à la directive OPCVM ») est significative mais reste, pour l'heure, principalement concentrée sur deux segments : celui des fonds non coordonnés à vocation générale d'une part, et celui du capital investissement d'autre part.

Même si l'on représente généralement la gestion de fonds d'investissement alternatifs par les « *hedge funds* » d'une part, et les fonds contractuels d'autre part, la part relative des véhicules dits « alternatifs » ou « *hedge funds* » français reste relativement faible vis-à-vis de la gestion d'actifs française et sur le marché international.

Du point de vue de la demande, les investisseurs institutionnels français ont par le passé montré une certaine réserve vis-à-vis de certains types de fonds d'investissement alternatifs de type « gestion quantitative », compte tenu de conditions de marché perturbées.

Ils ont, cependant, considéré que ce type de gestion pouvait néanmoins répondre à leurs besoins en termes de couple rendement/risque estimant qu'ils pourraient accroître, dans une certaine mesure, leurs expositions dans ce type de fonds, à condition que les risques soient parfaitement identifiés, que des efforts aient été menés en termes de transparence, de liquidité et d'information et que leur cadre juridique (réglementation ou règles internes) soit adapté.

En effet, outre le capital-investissement et l'investissement immobilier (SCPI, OPCI), la gestion de fonds d'investissement alternatifs rencontre un intérêt croissant de la part des investisseurs institutionnels. Les *family offices* et la clientèle en gestion privée sont prêts à y consacrer une part plus importante de leurs investissements.

En proposant des stratégies différentes, des rendements attractifs, et des classes d'actifs innovantes, certains types de fonds d'investissement alternatifs peuvent, en effet, répondre aux exigences exprimées par une partie des investisseurs institutionnels et de la gestion privée qui recherchent :

- une gestion flexible dans un cadre régulé (les gérants de FIA offrant une gestion dynamique et réactive, face aux événements de marché, par exemple par un pilotage des taux d'investissement des portefeuilles) ;
- des produits plus performants¹⁵ à long terme ou, à tout le moins, une capacité de résistance différenciée de celle des marchés actions.

¹¹ Sources : AMF - Chiffres au 31 décembre 2011

¹² Fonds Commun de Placement à Risque

¹³ Organisme de Placement Collectif en Immobilier

¹⁴ Société Civile de Placement Immobilier

¹⁵ Cf. rapport KPMG/AIMA d'avril 2012 sur la surperformance de la gestion alternative sur la gestion « traditionnelle » sur longue période, y compris en conditions de marché adverses.

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

En ce qui concerne la clientèle « grand public », compte tenu des affaires récentes liées à une certaine catégorie de « *hedge funds* », l'image de la gestion de certains fonds d'investissement alternatifs peut freiner son développement et ne pourra en tout état de cause s'améliorer à long terme que si des efforts de pédagogie et de promotion de place soutenus par le politique, permettent de repositionner ce type de gestion en rappelant notamment son utilité dans le financement de l'économie. A court et moyen terme, il semble donc que la clientèle de gestion privée puisse être davantage intéressée que le reste du grand public par des produits plus « typés » que les fonds soumis à la directive OPCVM, et constitue ainsi une réserve de demande au sein du « grand public » pour des fonds d'investissement alternatifs.

Compte tenu du cadre de référence qu'elle apporte aux investisseurs et des opportunités qu'elle offre, la directive AIFM devrait donc permettre de créer de meilleures conditions pour le développement de la gestion de fonds d'investissement alternatifs française auprès d'investisseurs institutionnels et de la gestion privée.

3. Les fonds d'investissement alternatifs : un enjeu économique pour la France

Compte tenu des opportunités de placements qu'ils offrent aux investisseurs français (notamment aux institutionnels et aux clients de la gestion privée) et des possibilités de développement qu'ils revêtent en matière de produits d'épargne de long terme, certains fonds d'investissement alternatifs représentent un enjeu économique pour la France.

D'une manière générale, dans la mesure où la gestion profite le plus souvent en priorité à la Place où est installé le gérant, certains fonds d'investissement alternatifs français participent au dynamisme économique de la place de Paris.

C'est plus particulièrement le cas du capital investissement, qui revêt une importance particulière pour l'économie française.

En effet, le capital investissement français constitue l'un des moteurs du financement du tissu entrepreneurial français. La France, qui est le deuxième marché européen du capital investissement, reste le territoire privilégié d'investissement des fonds de capital investissement français et concentre près de 90 % des entreprises investies. En 2011, le capital investissement, tous segments confondus, a investi plus de 7 800 millions d'euros en France accompagnant ainsi près de 1 500 entreprises françaises dans leur développement. Entre 2010 et 2011, le montant investi par le capital investissement en France a augmenté de 28,5 % et s'est concentré majoritairement sur la région Ile de France tant en nombre d'entreprises qu'en montant investi¹⁶.

En participant au développement des entreprises françaises, le capital investissement est également créateur d'emplois directs et indirects dans la mesure où il requiert des profils qualifiés en matière de gestion financière et de gestion des risques, et où il investit dans des sociétés qui elles-mêmes participent à la croissance.

D'autre part, d'autres fonds d'investissement alternatifs tels que les fonds immobiliers et certains types de fonds de gestion innovante (ex : stratégies long-short), participent aussi à leur mesure, au financement de l'économie.

Il convient de souligner à cet égard que le législateur a d'ores et déjà reconnu que certains types de fonds couverts par la directive AIFM (capital investissement, immobilier) avaient une utilité économique, en leur permettant de bénéficier d'un dispositif fiscal spécifique.

Enfin, les fonds d'investissement alternatifs peuvent constituer un mode de diversification des portefeuilles de gestion intéressant. La grande variété de classes d'actifs et de stratégies qu'ils offrent permet en effet de répondre à une demande spécifique exprimée par une catégorie d'épargnants et d'investisseurs dont les exigences en matière de rendement et de diversification du risque, correspondent aux nombreux profils de gestion qu'elle recouvre.

¹⁶ Etudes d'activité 2011 www.afic.data.com/Grant Thornton

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

4. Atouts et opportunités de développement de la gestion de fonds d'investissement alternatifs française

4.1 Forte d'un bassin d'experts en matière d'innovation financière, la place de Paris dispose de nombreux atouts nécessaires au développement de la gestion de fonds d'investissement alternatifs

Au-delà de son expertise forte en matière de capital investissement et de gestion de fonds immobiliers, la France dispose également de nombreux atouts en faveur de la gestion innovante.

Sur le plan mondial, alors qu'il avait souffert d'un vif ralentissement durant la crise de 2008, le marché des « *hedge funds* » a connu une légère reprise en 2011 en repassant au-delà des 2 000 milliards de dollars¹⁷ sous gestion et constatant dans le même temps une augmentation significative du nombre de ses fonds.

La transposition de la directive intervient donc à un moment de redémarrage de ce pan de la gestion de fonds d'investissement alternatifs, qui constitue un indicateur efficace en termes de dynamisme de la gestion non traditionnelle.

Le marché des « *hedge funds* » est une industrie en constante mutation (800 créations de fonds en 2011 pour 600 fermetures). A la fin de 2011, 40% des actifs étaient basés aux Etats-Unis, seulement 8% étaient en Europe, 4% en Asie et 48% répartis dans le reste du monde (Moyen-Orient, pays émergents...).

D'autre part, 56 % des investisseurs étaient américains, 32% européens et 12% répartis en Asie et dans le reste du monde. La grande majorité des investisseurs sont des institutionnels, souvent anglo-saxons, dont 70% sont aux Etats-Unis.

En France, un nombre important de programmes d'activité a été approuvé par le régulateur français pour le développement de fonds de gestion de fonds d'investissement alternatifs indirecte. Même si les encours gérés dans des fonds de fonds alternatifs (15 milliards d'euros à fin 2011, pour un total d'environ 250 fonds) et la taille moyenne des fonds alternatifs français (60 millions d'euros) restent encore relativement modestes, les gérants de fonds alternatifs français disposent de marges de progression significatives que le nouveau cadre apporté par la directive AIFM devrait permettre de développer (sources : HDF Industry Reports, Q4 2011).

L'un des enjeux de la transposition de la directive AIFM vise, en effet, à donner à la gestion de fonds d'investissement alternatifs française une chance de se repositionner et d'apporter les réponses nécessaires aux investisseurs français et étrangers, afin de se mettre au même niveau que le reste de l'industrie de la gestion française par rapport à ses concurrents européens.

4.2 Les acteurs de la gestion de fonds d'investissement alternatifs française disposent de réels atouts et d'une avance réglementaire significative pour porter leurs ambitions de développement à l'international

Les atouts de la France en matière de gestion d'actifs reposent sur une réglementation solide, un marché développé, une base d'investisseurs significative, une expertise s'appuyant sur des formations académiques solides et reconnues, ainsi que sur des dépositaires expérimentés et équipés pour répondre à la réglementation à venir.

La France a su développer sa gestion traditionnelle (dont les fonds sont soumis à la directive OPCVM) en développant une réglementation sécurisée, une offre de produits et services étoffée et diversifiée, une offre de services financiers connexes de bonne qualité, et un accès aux marchés des institutionnels et du grand public adapté.

Elle semble donc disposer des éléments indispensables au développement d'une gestion innovante *made in France* et de marges de progression qui pourraient s'inscrire dans le sillon du redémarrage récent de la gestion de fonds d'investissement alternatifs sur le plan international.

Parmi les efforts qui pourraient être faits (décrits infra) et qui permettront à la gestion de fonds d'investissement alternatifs française d'être plus compétitive et d'améliorer son image auprès de ses cibles institutionnelles et de gestion privée, pourraient être citées un certain nombre de mesures qui permettront à sa gamme d'être plus lisible et plus compréhensible, en tenant compte des spécificités de certaines classes d'actifs qui devront être considérées dans le cadre de la transposition de la directive AIFM.

¹⁷ Sources : HDF Industry Reports, Q4 2011

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

La simplification et la rationalisation de la gamme seront en effet au cœur des recommandations que la Place de Paris fera dans le cadre de la transposition de la directive AIFM, ce qui permettra d'accroître la visibilité de l'expertise et de fonds français en matière de gestion de fonds d'investissement alternatifs.

En ce qui concerne les inquiétudes relatives à la stabilité fiscale souvent présentée comme la principale source d'hésitations de la part des investisseurs étrangers, le Comité de Place a constaté des marges de progression possibles pour améliorer la lisibilité du régime fiscal applicable.

De plus, compte tenu de la tendance nouvelle à privilégier une qualité réglementaire de plus en plus recherchée par les investisseurs, la France, qui a été pionnière en matière de protection des épargnants, bénéficie d'une certaine avance qui lui permet d'aborder la transposition de la directive AIFM en saisissant les opportunités qu'elle présente pour les acteurs français, d'ores et déjà conformes en grande partie aux exigences du cadre réglementaire à venir.

L'harmonisation de la réglementation au sein de l'Union Européenne pourrait ainsi donner un avantage compétitif aux acteurs français déjà soumis à un corpus de règles similaire. En ce sens, la directive AIFM devrait constituer une opportunité pour l'industrie de la gestion d'actifs française.

Les marges de manœuvres dont ils disposent pour se repositionner sur le plan international doivent inciter les acteurs français de la gestion de fonds d'investissement alternatifs à saisir l'occasion de cette transposition pour promouvoir la qualité de leur écosystème et leur avance en termes de réglementation, afin de s'inscrire dans une dynamique collective qui pourrait donner à la place de Paris les moyens de développer à long terme sa gestion de fonds d'investissement alternatifs française dans un cadre réglementaire offrant un haut niveau de protection aux épargnants.

4.3 Le Passeport : une opportunité de distribuer la marque "France" sur les marchés européens et internationaux

Lorsque la directive AIFM entrera en vigueur en juillet 2013, un passeport intra-européen sera mis en place pour les gestionnaires européens gérant des FIA européens. Celui-ci permettra ainsi à tout AIFM gérant des FIA de commercialiser les fonds qu'il gère auprès d'investisseurs « professionnels »¹⁸ sur une base paneuropéenne, en contrepartie de l'obtention d'un agrément auprès d'une autorité européenne qui le supervisera.

Sous réserve d'adoption par la Commission européenne, le passeport pourrait ensuite être étendu aux gestionnaires non européens et/ou à la commercialisation de FIA non européens en 2015, puis se substituer aux régimes nationaux de placement privé et devenir l'unique mécanisme de commercialisation de fonds alternatifs en 2018.

Le passeport introduit par la directive AIFM devrait être structurant à plusieurs égards. D'abord, il permettra aux investisseurs dans des FIA de gagner en transparence et en sécurité vis-à-vis de produits qui souffrent souvent d'un déficit d'image. Ensuite, il permettra aux superviseurs d'accroître considérablement leur visibilité sur un marché (celui de la gestion de fonds d'investissement alternatifs au sens d'AIFM) pour lequel il était jusqu'à présent aussi difficile d'apporter une définition exhaustive que d'en répertorier le nombre d'acteurs et de fonds. Enfin, il devrait instaurer une sorte de label pour le marché de la gestion de fonds d'investissement alternatifs en Europe, dont les produits français pourraient rapidement se prévaloir compte tenu de l'avance dont ils disposent en matière de conformité avec les obligations prévues par la directive AIFM. Le passeport devrait alors être d'autant plus efficace pour les gestionnaires de fonds français compte tenu de la simplification de la gamme décrite supra qui devrait d'ici là, avoir permis à leurs fonds de gagner en visibilité sur le plan international.

Compte tenu de l'harmonisation qu'elle apporte entre acteurs et produits européens, et du dispositif de commercialisation facilité par le passeport qu'elle met en place, la directive AIFM devrait créer pour les fonds d'investissement alternatifs une nouvelle dynamique au sein de l'espace européen et au-delà, dont la France pourrait bénéficier.

¹⁸ Au sens de la directive MIF

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

5. Ambitions de la Place de Paris vis-à-vis de la directive AIFM

5.1 Faire de la directive un levier de croissance pour la gestion de fonds d'investissement alternatifs française

Comme exposé supra, la gestion d'actifs française dispose de nombreux atouts. Elle peut aussi s'appuyer sur un écosystème robuste. En effet, outre les fonctions assurées par les seules sociétés de gestion françaises, tout un ensemble de professions concourent à l'expertise et aux qualités reconnues des processus de gestion et d'administration de portefeuilles français. Au-delà des acteurs et de leurs talents, les dépositaires, courtiers, infrastructures de marché, instances de régulation, experts comptables et conseils juridiques, experts en valorisation, universitaires et chercheurs, font la qualité et la réputation de l'écosystème français qui a permis à sa gestion de figurer parmi les premières places mondiales.

Dans le prolongement des mesures de simplification conduites lors de la transposition de la directive OPCVM IV, le Comité de Place estime désirable de proposer de tirer parti de la transposition AIFM pour poursuivre l'évolution de la gestion d'actifs française, afin d'accroître la lisibilité de sa réglementation, de ses produits, et de favoriser le développement de la gestion non traditionnelle en France et à l'étranger.

Le levier de croissance que pourrait représenter la directive AIFM pour la place de Paris permet d'asseoir une stratégie de développement des FIA français articulée autour de quatre axes :

- la lisibilité et la rationalisation de la gamme de produits de gestion français ;
- l'optimisation des critères d'éligibilité des FIA à certains types d'investisseurs ;
- l'optimisation des forces et des atouts de la gestion française ;
- un plan de communication de la marque « France » en matière de gestion de FIA qui s'appuierait sur la promotion de sa gestion, de son écosystème, et du cadre sécurisé qu'elle offre aux épargnants.

Ces actions pourraient ainsi permettre :

- le développement d'un bassin d'investisseurs français en matière de gestion de FIA ;
- le renforcement de l'attractivité de la Place vis à vis d'investisseurs étrangers ;
- le repositionnement de la gestion de FIA française sur le marché international.

5.2 Une ambition légitime, réaliste et progressive

Compte tenu du poids relatif qu'elle représente vis-à-vis de certains autres marchés leaders, la gestion de fonds d'investissement alternatifs française pourra se développer de manière significative à long terme en se repositionnant progressivement à travers les différentes classes d'actifs qu'elle recouvre au sens de la directive AIFM (gestion innovante, capital investissement, immobilier, ...). Des efforts devront être menés par l'ensemble de la chaîne de la gestion de fonds d'investissement alternatifs française pour lui permettre de se repositionner ainsi.

En premier lieu, pour rendre leurs produits attractifs, il convient que les acteurs français disposent des éléments nécessaires à leur identification de la part des investisseurs. Ils devront par ailleurs savoir retenir leurs talents et en attirer d'autres en France, mais aussi, se différencier par des techniques innovantes et des performances compétitives. Enfin, il est nécessaire que chaque type de fonds d'investissement alternatifs puisse, à condition d'une adéquation entre leur profil de risque et celui des clients, être investi par le plus grand nombre d'investisseurs et que ceux-ci soient rassurés vis-à-vis de ce qu'ils perçoivent comme de l'instabilité fiscale.

La directive AIFM pourra également permettre d'attirer les sociétés de gestion de fonds d'investissement alternatifs en France, ce qui relève d'un enjeu économique important pour la Place. La Place de Paris pourra, en effet, profiter de la directive AIFM pour promouvoir la qualité de son écosystème (qualité de sa réglementation, expertises diverses, fournisseurs de services conformes à la directive), qui offre un cadre attractif aux sociétés de gestion de fonds d'investissement alternatifs ainsi qu'à la domiciliation des produits qu'elles gèrent.

La directive AIFM introduit un nouveau contexte pour les acteurs européens de la gestion de fonds d'investissement alternatifs, reposant sur une meilleure transparence et une protection accrue pour les investisseurs.

Elle offre également aux acteurs français, reconnus pour leur expertise et la qualité de leur écosystème, une opportunité :

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

- de rendre leurs produits plus attractifs et plus lisibles ;
- de promouvoir le potentiel dont ils disposent ;
- et de se rendre indispensables au sein du paysage européen recomposé de la gestion non traditionnelle.

Partie 2 : Orientations de la transposition

1. Au-delà des enjeux techniques de la transposition, des enjeux stratégiques pour la Place

Dans le cadre des travaux menés par le Comité de Place, il était important que les travaux de la transposition de la directive AIFM prennent la mesure des enjeux qu'ils soulèvent tant au niveau de l'économie française, qu'au niveau de ses parties prenantes, qu'elles soient des acteurs de la gestion généraliste ou spécialisée, du capital investissement ou des dépositaires.

Les propositions relatives à la transposition qui seront décrites infra, s'appuient sur les enjeux qui ont été identifiés pour l'ensemble des parties prenantes qui composent l'écosystème de la gestion française.

Même si, selon l'activité de chacune d'entre elles, leur positionnement et l'avance dont elles disposent en matière de conformité vis-à-vis de la directive AIFM, les enjeux sont différents et ne portent pas toujours sur les mêmes priorités, il apparaît clairement que la directive AIFM porte pour la gestion de fonds d'investissement alternatifs française davantage d'enjeux en matière de positionnement et de compétitivité, que de problématique fondamentale en ce qui concerne sa transposition stricto sensu en droit national.

La directive AIFM impose, en effet, au sein de l'Union européenne, un corps de règles identiques aux acteurs de la gestion de fonds d'investissement alternatifs, et donne en quelque sorte raison aux juridictions réputées pour être exigeantes en termes de réglementation financière. La place de Paris, qui bénéficie d'un cadre réglementaire très proche des exigences de la directive AIFM, peut ainsi, dans le cadre de la transposition de la directive AIFM, mettre l'accent sur des recommandations stratégiques qui visent à repositionner son offre de fonds d'investissement alternatifs, et à donner une nouvelle impulsion au développement de son marché.

On notera ainsi chez les acteurs de la gestion, une volonté affirmée de rendre leur gamme de produits plus lisible et plus attractive, et poursuivre leurs efforts en termes de promotion de la Place. Au-delà des efforts de promotion de la gestion de fonds d'investissement alternatifs auprès d'investisseurs institutionnels et de la gestion privée qui devraient permettre de développer un bassin d'investisseurs français, le dispositif de promotion internationale initié dans le cadre du *Paris Fund Industry* et/ou de Paris EUROPLACE devrait également être notablement accentué pour que la directive AIFM permette aux produits français de pénétrer et de se développer sur de nouveaux marchés. Dans ce contexte, il paraît nécessaire de donner à la gestion de fonds d'investissement alternatifs française les meilleures chances de se mettre au même niveau de poids et d'importance que le reste de l'industrie de la gestion française par rapport à ses concurrents européens.

En outre, les acteurs français du capital investissement qui figurent au deuxième rang du marché européen, ont dû s'adapter ces dernières années à de nombreuses évolutions réglementaires et abordent la directive AIFM dans une période plus difficile que la précédente, sur fond de crise et de difficultés à trouver, en France, les ressources nécessaires à la survie de leur modèle économique. Malgré leur participation au financement du tissu entrepreneurial local, les acteurs français du capital investissement redoutent de devoir exclusivement recourir pour leur développement à l'international compte tenu des difficultés qu'ils rencontrent pour lever des fonds auprès d'institutionnels français, dont les ressources de financement se sont taries depuis le renforcement des dispositions prudentielles¹⁹. Un certain nombre de propositions spécifiques à leur activité pourraient néanmoins leur permettre de se développer et d'améliorer le dispositif existant dans le cadre de la transposition de la directive AIFM tout en apportant des solutions adaptées à leur métier.

Les acteurs de l'immobilier se préparent quant à eux à l'intégration des fonds jusque-là régulés selon un régime spécifique (SCPI), qu'ils gèrent dans le champ d'application de la directive AIFM, en parallèle d'un travail de toilettage de leurs règles de gestion qui visent à modifier les dispositions législatives et réglementaires dans lesquelles s'inscrivent les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI). Ils pourraient ainsi profiter du cadre AIFM pour que les fonds immobiliers français soient intégrés, modernisés par la même occasion et identifiés sur le marché européen. En cela, ils considèrent la directive comme l'amorce d'une labellisation européenne pour les fonds immobiliers à laquelle les experts français souhaitent participer, et, par ailleurs, continuer de contribuer au

¹⁹ Directive Solvabilité II, CRD IV, projet de Directive IORP II

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

bénéfice de l'économie nationale, en apportant des réponses à plusieurs catégories de consommateurs d'immobilier, et en créant un certain nombre d'emplois dans la chaîne immobilière.

Enfin, via un encadrement réglementaire structurant et très détaillé, associé à un niveau de responsabilité élevé proche du cadre français actuel pour les dépositaires français, ceux-ci considèrent que la directive AIFM offre l'opportunité de clarifier et d'harmoniser le rôle et les responsabilités de la fonction dépositaire. Dans ces conditions, il est essentiel que la transposition de la directive AIFM permette aux acteurs français du métier dépositaire de profiter de leur relative avance en terme de conformité aux exigences imposées par AIFM tout en s'efforçant d'éviter une distorsion de concurrence de la part d'acteurs qui n'offriraient pas le même niveau de sécurité aux investisseurs. Au-delà des parts de marché qu'elle leur permettra de gagner, la directive est aussi une opportunité pour eux de développer un certain nombre d'activités connexes en complément de leurs fonctions « classiques » de dépositaires. En effet, la directive AIFM clarifie également la possibilité pour le dépositaire d'exercer d'autres fonctions telles que celles d'évaluateur externe, de calculateur de valeur nette liquidative, de courtier principal, sous réserve d'une gestion appropriée des conflits d'intérêt. Dans l'intérêt de la compétitivité et de l'attractivité de la place de Paris, la transposition d'AIFM devrait garantir que la mise en œuvre de ces mesures ne soit pas conditionnée par le respect de nouvelles règles nationales supplémentaires venant entraver ces possibilités offertes aux dépositaires français. Enfin, pour ces derniers, l'effort de clarification et d'harmonisation entrepris avec l'adoption de la directive AIFM servira de socle commun et de base de travail pour toute future initiative législative et réglementaire communautaire en la matière.

Tenant compte des enjeux portés par chacune d'entre elles, les parties prenantes concernées par la transposition de la directive AIFM ont établi, autour d'un principe fondateur, quatre grands axes déclinés en plusieurs recommandations d'ordres stratégiques et techniques.

Tel est l'objet des développements exposés infra.

2. Principe fondateur : transposer fidèlement la directive AIFM

Le Comité de Place aborde la mise en œuvre de la Directive AIFM en fonction des opportunités qu'elle pourrait offrir pour l'industrie française tout en maintenant un haut niveau de protection des investisseurs. Cette approche se traduit par une recommandation forte de transposition fidèle de la directive sans adoption de règles nationales supplémentaires qui pourraient être de nature à entraver la pleine compétitivité des acteurs et des produits.

Le Comité de Place considère, en effet, que les opportunités transfrontières offertes par la directive AIFM vont, par l'instauration d'un socle réglementaire commun pour les acteurs de la gestion de fonds d'investissement alternatifs au sein de l'Union, et par la mise en place d'un passeport européen, contribuer à une plus grande ouverture du marché européen de la gestion de fonds d'investissement alternatifs.

Cela devrait notamment se matérialiser, en France, par une augmentation de l'offre de fonds étrangers (gérés par une entité française ou étrangère) ou de fonds français gérés par des entités établies dans un autre Etat membre, ainsi que par le développement, en France, d'acteurs gérant de fonds d'investissement alternatifs, et de l'activité des dépositaires français.

Ces opportunités transfrontières qui constituent un axe de développement pour les sociétés de gestion généralistes et spécialisées, comme pour les dépositaires français, pourraient toutefois voir leurs effets limités si des règles nationales supplémentaires étaient introduites. Dans ce contexte paneuropéen, il conviendra de soigneusement calibrer les règles de protection des épargnants français pour en éviter le contournement par la mise en œuvre des opportunités transfrontières depuis un autre Etat membre. C'est pourquoi, pour éviter que l'investisseur français ne soit, in fine, tenté d'investir dans des fonds partiellement ou totalement exclus de la supervision du régulateur français, la France doit adopter une approche ouverte, européenne, consistant à transposer la directive de manière fidèle. A priori, cette position va, de fait, conduire le régulateur français à abandonner certaines règles nationales qu'il avait adoptées ou à en adapter certaines, afin d'harmoniser de manière optimale son cadre avec le contexte européen.

Dans ce contexte de marché européen de plus en plus intégré, et d'intensification de la pression concurrentielle internationale, acteurs et produits étrangers pourront entrer sur le territoire national et offrir leurs services sans que le régulateur national ne puisse intervenir. Aussi est-il apparu capital pour le Comité de Place d'inciter ces mêmes acteurs et produits à venir s'installer et être domiciliés en France, de sorte qu'ils exercent leurs activités et

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

commercialisent leurs produits sous la supervision du régulateur français, dans son rôle de protection de l'épargne et de lutte contre l'instabilité financière.

Il appartiendra à la France de veiller à ce que cette transposition fidèle se fasse donc en continuant de mettre la protection des épargnants au cœur des priorités, laquelle doit demeurer fondamentale pour l'ensemble des Etats membres dans le cadre de la transposition de la directive AIFM. Le Comité de Place suggère donc que cette transposition fidèle de la directive s'accompagne, là où identifié comme strictement nécessaire, d'un certain nombre de mesures (décrites infra).

A cet égard, l'harmonisation des transpositions de la directive dans les différents Etats membres est cruciale. La Commission européenne et l'ESMA semblent être les plus légitimes pour s'assurer de cette harmonisation, notamment via l'élaboration de mesures d'exécution et de standards techniques. Ces mesures définiront précisément les conditions de mise en place opérationnelle des règles édictées par la directive afin d'éviter toute divergence d'interprétation ou d'application de ces règles par les Etats membres. Par exemple, les divergences d'interprétation possibles entre Etats membres vis-à-vis des missions et des obligations des dépositaires de FIA, qui conduiraient à constater des niveaux disparates en termes de protection des épargnants d'une juridiction à une autre, démontrent la nécessité de veiller à une harmonisation européenne de la réglementation et des conditions de sa mise en place.

Recommandation N°1 Transposer fidèlement en France la directive AIFM.
--

3. Premier axe : Poursuivre et accentuer la promotion de la place de Paris à l'international

3.1. Renforcer l'attractivité de la place envers les gestionnaires et les investisseurs (français ou étrangers)

Dans le cadre de l'entrée en vigueur du passeport européen pour les sociétés de gestion de portefeuille soumises à la directive AIFM, le Comité de Place s'exprime sur les efforts qu'il conviendrait de mener pour améliorer d'une part la lisibilité de la réglementation française (gestionnaires et produits), notamment vis-à-vis des investisseurs étrangers, et pour permettre d'autre part de clarifier les règles fiscales qui peuvent dissuader un certain nombre d'acteurs étrangers à venir s'installer en France.

En cela, le Comité de Place appelle à clarifier les règles fiscales et veiller à une meilleure prédictibilité, sinon stabilité, fiscale pour les gestionnaires et les investisseurs ; et à signer avec les autres pays des conventions fiscales reconnaissant la transparence fiscale des véhicules français.

Par ailleurs, certaines nouvelles dispositions comptables ou techniques et réglementaires (mise en place de produits plus typés, mise en œuvre effective de l'autorisation des AIFM à accepter et traiter des ordres directs, élargissement de l'éligibilité des loans et des matières premières, cotation/listings des fonds contractuels, mise en place de fonds immobiliers de capitalisation ...) pourraient également venir compléter les efforts que la Place pourrait mener dans le cadre de la transposition de la directive AIFM.

Ces réformes et mesures qui visent à renforcer l'attractivité des gestionnaires et de l'écosystème (avocats, fournisseurs de services, auditeurs, dépositaires, conseils...) français devraient ainsi offrir de nouvelles opportunités aux gestionnaires et aux investisseurs étrangers.

Recommandation N°2 Renforcer l'attractivité de la place envers les gestionnaires et les investisseurs (français ou étrangers)
--

3.2. Promouvoir davantage la qualité du régulateur français en termes d'expertise et de réactivité

Sur le plan international, le régulateur français est reconnu pour son expertise, sa réactivité, ainsi que pour la qualité de son accompagnement auprès des gestionnaires lors des processus d'agrément de sociétés et de produits.

Dans le cadre de l'entrée en vigueur du passeport européen pour les sociétés de gestion de portefeuille soumises à la directive AIFM, le régulateur français pourrait davantage développer sa communication en termes

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

d'indicateurs de performance de ses services à travers notamment ses délais moyens de traitement²⁰ concernant les demandes d'agrément (sociétés de gestion et produits) qu'il reçoit et qui, par leur rapidité, contribuent :

- au développement de nouveaux acteurs sur le marché français qui participent à une dynamique concurrentielle ;
- ainsi qu'à la réactivité des gestionnaires contraints de mettre sur le marché des produits qui correspondent à des stratégies reposant sur des réalités économiques peu durables et exigeant de leur part une capacité à s'adapter à la demande dans des délais de plus en plus limités.

Il conviendra au préalable que le régulateur français définisse les indicateurs qui lui permettront d'optimiser sa promotion à l'international et mette ainsi davantage en avant l'adéquation de ses services avec les attentes des acteurs qui interviennent sur son marché.

Recommandation N°3 Promouvoir davantage la qualité du régulateur français en termes d'expertise et de réactivité.

3.3. Promouvoir la gestion de fonds d'investissement alternatifs française à l'étranger en intensifiant les actions de promotion de la Place de Paris entamées dans le cadre de la transposition de la directive OPCVM IV

Afin de s'inscrire dans une nouvelle dynamique, la gestion de fonds d'investissement alternatifs française pourra faire l'objet d'actions de communication à destination des investisseurs institutionnels et de la gestion privée. Ces deux catégories d'investisseurs pourraient, en effet, accroître significativement leurs expositions dans des fonds d'investissement alternatifs si les moyens alloués à leur promotion aboutissent à ce que ce type de gestion soit mieux appréhendé et compris.

Les actions de promotion initiées dans le contexte de la transposition de la directive OPCVM IV devront donc être poursuivies et accentuées, en ce qui concerne la gestion de fonds d'investissement alternatifs française, auprès notamment de la gestion privée et des institutionnels français. Ce rôle revient notamment aux associations professionnelles représentatives.

Afin d'inciter les investisseurs étrangers à investir dans des produits français ou de susciter la délégation de gestion à des sociétés françaises, ce qui nécessite d'améliorer la perception étrangère vis-à-vis des procédures administratives françaises, le Comité de Place suggère d'intensifier le plan de promotion de la place et de l'écosystème français à l'étranger. Il s'agit là de faire connaître la gestion de fonds d'investissement alternatifs française, en mobilisant notamment le réseau des Services économiques et des Chambres de commerce françaises à l'étranger, ainsi que les Chambres de commerce étrangères en France. Dans ce but, il conviendrait d'accentuer les recommandations contenues dans le rapport au Haut Comité de Place "Stratégie et développement de la gestion d'actifs" du 15 octobre 2010 qui prévoit :

- *de systématiser l'action de promotion internationale du cadre réglementaire français faite en particulier par le régulateur, en développant des accords bilatéraux, et en mettant en valeur le cadre français auprès des régulateurs étrangers et, lorsque l'agenda s'y prête, en associant les sociétés de gestion et les dépositaires aux discussions et échanges lors de la venue de régulateurs étrangers à Paris. Développer une communication positive à l'international, sur la gestion de fonds d'investissement alternatifs notamment, et mobiliser le réseau que constituent les Services économiques ainsi que les Chambres de Commerce françaises à l'étranger et étrangères en France ;*
- *de créer un site « marketing » dédié en anglais (voire multilingue) qui serve de « guichet unique d'information », pour les professionnels étrangers et multiplier les publi-informations en anglais ;*
- *de lancer une série d'actions de promotion en participant plus systématiquement, ou en organisant, des conférences thématiques internationales en dehors de France ou à Paris, en organisant des « road-shows AFG²¹ » associant les professionnels et, le cas échéant, les politiques et le régulateur, et en étant plus présents dans les publications étrangères ayant trait à la gestion financière et dans les forums emplois des universités internationales ;*
- *de mettre en place une organisation fédératrice chargée de la promotion internationale sous l'égide de l'AFG,*

²⁰ Délai d'agrément par analogie de 8 jours, délai en moyenne de 20 jours pour une demande de création d'OPCVM, de 2 mois pour la création d'une société de gestion, et d'1 mois pour l'extension d'un programme d'activité de société de gestion (moyennes réalisées sur l'exercice 2011)

²¹ Association Française de la Gestion financière

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

en association avec Paris Europlace et l'ensemble des parties prenantes (dépositaires, centralisateurs, administrateurs de fonds, avocats, auditeurs,...) et en coordination avec le régulateur français et les pouvoirs publics. Un comité serait ainsi créé pour coordonner étroitement les actions en cours et en phase de lancement ainsi que pour définir une politique cohérente de promotion. Il réunirait sur un rythme mensuel les personnes chargées, au sein de chaque organisme, de la mise en œuvre de cette politique résolue de promotion. L'AFG en assurerait le secrétariat et l'animation et compléterait ses moyens pour assurer cette mission.

Ainsi, ces recommandations nécessiteront de la part, et pour l'écosystème français de poursuivre la mise en œuvre du dispositif de promotion internationale de la gestion française initié dans le cadre de Paris EUROPLACE, puis plus récemment, au moment de la transposition de la directive OPCVM IV (acteurs, gestion collective - fonds coordonnés et « alternatifs » - ainsi que gestion sous mandat...), de l'initiative plus ciblée, pilotée par l'Association Française de la Gestion Financière et à laquelle le régulateur, le Ministère des finances français, et Paris EUROPLACE sont étroitement associés (actions menées dans le cadre de *Paris Fund Industry*).

La promotion de la Place en matière de gestion de fonds d'investissement alternatifs peut passer aussi par des dispositifs pratiques, tels que:

- un accès facilité à l'information concernant les procédures d'agrément et d'installation en France qui pourrait nécessiter d'optimiser les différents canaux et supports d'information électroniques et physiques mis à la disposition des acteurs étrangers;

- la possibilité d'établir l'équivalent d'un « Kbis » justifiant l'existence légale des fonds communs de placement auprès des investisseurs étrangers, pourrait être envisagée.

Enfin, la promotion de la gestion de fonds d'investissement alternatifs française peut également s'appuyer sur les initiatives du pôle de compétitivité FINANCE INNOVATION et plus spécifiquement sur le lancement du Fonds Emergence destiné à apporter du capital d'amorçage²² aux nouvelles sociétés de gestion innovante qui se créent en France.

Recommandation N°4	Promouvoir la gestion de fonds d'investissement alternatifs française à l'étranger en intensifiant les actions de promotion de la Place de Paris entamées dans le cadre de la transposition de la directive OPCVM IV
---------------------------	--

4. Deuxième axe : Saisir les opportunités de la directive AIFM pour donner une nouvelle impulsion au développement de sociétés de gestion françaises robustes et compétitives

4.1. Conserver un statut unique pour les sociétés de gestion de portefeuille mais modulable par adossement à un programme d'activité tenant compte des spécificités de chaque type de gestion

Compte tenu de leur organisation, et notamment de leur dispositif de contrôle des risques, et de la transparence de leur reporting, les sociétés de gestion françaises présentent une avance certaine lorsqu'il s'agira d'appliquer la directive AIFM.

Le statut unique des sociétés de gestion française constitue un socle commun sur lequel se greffent les programmes d'activité permettant de préserver les spécificités de chaque type de gestion. Aussi, d'un point de vue concurrentiel, et dans la mesure où il offre une meilleure lisibilité aux investisseurs étrangers, le modèle français de statut unique mais modulable devrait être préservé.

Il conviendra néanmoins de s'assurer que le programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille préserve les spécificités de chaque type de gestion (notamment pour le capital investissement et l'immobilier).

Principe de proportionnalité

La directive AIFM prévoit la création d'une fonction de contrôle des risques. La mise en place de cette fonction nécessite de prendre en compte deux critères :

- la taille des gestionnaires;
- une organisation adaptée et proportionnée.

Le cadre réglementaire français est d'ores et déjà en ligne avec les dispositions de la directive AIFM en matière

²² « Seed money »

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

de contrôle des risques. Cela étant, concernant les sociétés de capital investissement et les acteurs de l'immobilier, compte tenu de leur taille et de leurs particularités en termes de fonctionnement, il paraît souhaitable d'aménager un dispositif approprié, notamment sur la question de l'indépendance de la fonction de contrôle des risques par rapport aux fonctions opérationnelles. Un tel dispositif permettrait d'adopter une démarche pragmatique visant à faciliter la mise en place de cette fonction au sein des sociétés de gestion spécialisée de petite taille et/ou en phase de création.

Le Comité de Place recommande donc d'appliquer le principe de proportionnalité en ce qui concerne l'appréciation de l'indépendance des fonctions en matière de contrôle des risques, notamment pour les sociétés de gestion de capital investissement et d'immobilier.

Pour les acteurs du capital investissement, il pourrait également être envisagé un rattachement de la fonction de contrôle des risques au Responsable de la conformité et du contrôle interne ou à l'un des dirigeants. Ce rattachement lui permettrait d'avoir libre accès aux données nécessaires pour la réalisation de ses missions de contrôle.

En ce qui concerne les petites sociétés de gestion en phase de création pour lesquelles il est difficile d'internaliser la fonction de contrôle interne dès le départ, il conviendrait dans le cas d'une externalisation de cette fonction à un délégataire de rester vigilant vis-à-vis, d'une part, de la qualité de contrôle qui serait effectué, et d'autre part, de l'indépendance du prestataire externe compte tenu de la relation contractuelle et commerciale qui le lierait avec le délégant. En cas d'externalisation de la fonction de contrôle, il conviendrait alors que soit clarifié le périmètre des missions qui peuvent être déléguées par distinction de celles qui doivent rester en interne et réalisées par le dirigeant RCCI²³.

Recommandation N°5	Conserver un statut unique pour les sociétés de gestion de portefeuille, mais modulable par adossement à un programme d'activité qui tienne compte des spécificités de chaque type de gestion (gestion innovante, capital investissement, immobilier).
Recommandation N°6	Décliner lorsqu'approprié, le principe de proportionnalité, notamment s'agissant des aménagements concernant la fonction de contrôle des risques par exemple pour les acteurs de la gestion spécialisée (capital investissement, immobilier).

4.2. Permettre aux sociétés de gestion qui bénéficieront d'un double agrément AIFM et OPCVM d'offrir des services de réception transmission d'ordres (RTO)

Parmi la liste des activités que peuvent exercer les sociétés de gestion en plus de l'activité de gestion, la directive OPCVM IV ne répertorie pas l'exercice de réception et de transmission d'ordre (RTO). En revanche, cette fonction est expressément prévue par la directive AIFM.

Le statut unique, décrit supra, devrait permettre à la même société de gestion de disposer d'un double agrément OPCVM et AIFM, ainsi que le permet l'article 6(4) de la directive AIFM²⁴, tout en conservant le service de réception transmission d'ordre, en application d'une position proposée par l'ESMA dans son document de consultation²⁵ du 23 février relatif au champ d'application de la directive et aux gestionnaires AIFM, considérant que l'agrément AIFM prévaudrait sur l'agrément OPCVM.

Le Comité de Place recommande, pour les gestionnaires qui bénéficieront du double agrément OPCVM et AIFM, de retenir l'option permettant aux gestionnaires qui bénéficient du double statut d'offrir le service de RTO sans restriction à leurs clients. Le positionnement des autres Etats membres vis-à-vis de ce sujet devra également être considéré pour éviter toute distorsion de concurrence avec l'étranger.

²³ Responsable de la Conformité et du Contrôle Interne

²⁴ "Article 6(4) of the AIFMD additionally allows AIFMs to be authorised to provide receipt and transmission of orders. This is not an additional activity which is permitted for UCITS management companies in the UCITS Directive. ESMA is of the view that AIFMs which are also UCITS management companies should be able to carry out this additional activity under their AIFMD authorisation, provided conflicts of interest are taken into account." (Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, point 51).

²⁵ ESMA's Consultation Paper "Key concepts on the AIFM Directive and types of AIFM" - 23 February 2012

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

Recommandation N°7	Permettre aux sociétés de gestion qui bénéficieront d'un double agrément AIFM et OPCVM d'offrir des services de réception transmission d'ordres (RTO)
---------------------------	---

4.3. Permettre la délégation de l'activité de gestion financière aux « PSI²⁶ non société de gestion » en contrepartie d'une maîtrise des risques et d'un encadrement des conflits d'intérêts, mais examiner si les restrictions permises par la Directive, notamment applicables aux FIA commercialisés auprès des investisseurs non-professionnels, ne permettraient pas d'assurer une meilleure protection de l'investisseur.

La directive AIFM prévoit la délégation de la fonction de gestion financière :

- soit à des sociétés de gestion régies par la directive OCPVM ;
- soit à des entreprises d'investissement ou des établissements de crédit agréés pour offrir le service de gestion de portefeuille et régis par la directive MIF ;
- soit, enfin, à des entités tierces non nécessairement soumises à surveillance (c'est-à-dire à des entités qui n'ont pas nécessairement la qualité de société de gestion de portefeuille, qui ne sont pas forcément régulées et qui peuvent être localisées dans un pays tiers hors EEE²⁷), mais avec l'approbation préalable de l'autorité d'origine de l'AIFM et sous réserve qu'une coopération soit assurée entre l'autorité de l'AIFM et celle du délégataire.

Cette délégation est encadrée par trois principes :

- le délégant ne transfère pas sa responsabilité au délégataire ;
- la délégation ne doit pas entraîner de conflits d'intérêts ;
- le délégant ne doit pas déléguer au point de devenir une « boîte aux lettres ».

En application du principe de base que le Comité de Place met en avant et consistant à transposer la directive fidèlement, cette disposition devra être transposée en droit interne. Cependant, la transposition de ces règles conduirait à une certaine « libéralisation » du régime de la délégation de gestion financière compte tenu de la doctrine appliquée jusqu'à présent en France, qui consiste à interdire toute délégation de gestion financière d'un fonds français à une entité qui n'est pas agréée dans son Etat d'origine pour fournir le service de gestion collective.

Ainsi, il conviendra de maîtriser :

- les risques potentiels induits par l'ouverture de la délégation des FIA auprès de clients non avertis dont le niveau de protection fondait la doctrine de l'AMF en matière de délégation de la gestion financière; et
- les risques portés par les entités délégataires qui ne disposeraient pas d'une expertise suffisante et/ou ne seraient pas soumises aux mêmes contraintes d'organisation que les sociétés de gestion elles-mêmes (par exemple, un fonds géré par délégation par un CIF²⁸ devra avoir les mêmes contraintes d'organisation qu'une société de gestion). Le risque lié à la libéralisation de la délégation de gestion étant, en effet, réel lorsque le délégataire est une entité non régulée.

Aussi, le Comité de Place recommande, en application fidèle de la directive, l'ouverture des délégations de la gestion financière aux entités qui n'ont pas le statut de sociétés de gestion de portefeuille à condition de limiter aux seules entités régulées la délégation de la gestion de fonds. Par ailleurs, se pose la question d'utiliser la faculté de restreindre ou d'interdire la commercialisation au grand public en France de FIA dont la gestion serait déléguée à des entités non agréées pour la gestion collective ou, a fortiori, non régulées..

De plus, ayant noté la volonté de la Commission européenne de durcir la définition des entités dites "boîte aux lettres", le Comité de Place recommande, par ailleurs, de mettre en œuvre l'ouverture du marché de la délégation aux « PSI non société de gestion » en contrepartie d'une vigilance forte sur les conflits d'intérêts et d'une liste de

²⁶ Prestataires de Services d'Investissement

²⁷ Espace Economique Européen

²⁸ Conseiller en Investissement Financier

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

contrôles plus exhaustive que l'AMF mettra en place de manière appropriée.

Cette ouverture permettrait de libéraliser dans une certaine mesure le dispositif actuel, tout en préservant un niveau de sécurité approprié et élevé pour les épargnants.

Recommandation N°8	Permettre la délégation de l'activité de gestion financière aux « PSI non société de gestion » en contrepartie d'une maîtrise des risques et d'un encadrement des conflits d'intérêts, mais examiner si les restrictions permises par la Directive, notamment applicables aux FIA commercialisés auprès des investisseurs non-professionnels, ne permettraient pas d'assurer une meilleure protection de l'investisseur.
---------------------------	--

4.4. Aligner les intérêts du gestionnaire sur celui des épargnants en matière de politique de rémunération des gérants

La directive AIFM exige la mise en place d'une politique de rémunération au sein des sociétés de gestion. L'annexe II de la directive fixe, notamment, trois principes forts en matière de rémunération qui visent à aligner les intérêts du gestionnaire avec ceux des investisseurs dans les fonds gérés :

- la rémunération variable doit tenir compte des performances globales de l'entreprise et non pas uniquement des performances individuelles ;
- le paiement effectif de la rémunération variable doit s'échelonner dans le temps ;
- au moins 50% de la partie variable de la rémunération doit être composée de parts ou actions du FIA concerné, ou de titres liés.

Les deux premiers principes décrits supra sont déjà respectés par les sociétés de gestion françaises, suite à l'adoption de dispositions relatives à la politique de rémunération des sociétés de gestion mises en place par les associations professionnelles et homologuées par l'AMF en novembre 2010.

Le Comité de Place constate que les dispositions prévues par la directive AIFM en matière de politique de rémunération devraient pouvoir aisément être mises en place au sein des acteurs français et garantir l'alignement des intérêts entre le gestionnaire et les investisseurs.

D'autre part, il retient que le dispositif juridique et fiscal qui s'applique au secteur du capital investissement est un élément majeur en termes de compétitivité. Aussi, le Comité propose-t-il d'envisager de mettre en place pour tous les fonds des dispositifs relatifs à la rémunération des gestionnaires qui assurent l'alignement des intérêts, en se fondant notamment sur le modèle des pratiques des professionnels du capital investissement.

Enfin, il rappelle que les standards techniques qui seront produits par l'ESMA en matière de rémunération des gérants devront être pris en compte dans la définition de ces critères afin d'éviter toute distorsion de concurrence avec les autres Etats membres en matière de politique de rémunération.

Recommandation N°9	Permettre l'adoption de dispositifs encadrant la rémunération des gestionnaires de fonds d'investissement qui favorisent l'alignement des intérêts du gérant sur celui des investisseurs.
---------------------------	---

D'autres aménagements (décrits infra) vis-à-vis des sociétés de gestion ont fait l'objet de recommandations de la part du Comité de Place.

- Permettre aux gérants du capital investissement de continuer à mener leur tâche d'évaluation en interne

La Directive AIFM prévoit que l'évaluation des actifs d'un FIA soit effectuée par la société de gestion elle-même, ou par un évaluateur externe.

En ce qui concerne l'évaluation des actifs de FIA de capital investissement, le Comité de Place a noté un certain nombre de spécificités.

D'abord, la taille des sociétés de gestion en capital investissement ne leur permet pas toujours d'envisager une séparation fonctionnelle prévue par la directive pour le cas où l'AIFM choisit de désigner un expert externe. Leur mode de fonctionnement en matière d'évaluation d'actifs ne leur permet pas non plus de s'orienter vers un expert

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

externe qui ne bénéficierait pas de la connaissance nécessaire.

En effet, selon la pratique actuelle, préalablement à l'acquisition d'une participation, le gestionnaire de FIA de capital investissement effectue un nombre important de due diligence et procède à une étude de marché complète. Il acquiert, au cours de cette démarche, un très bon niveau de connaissance de l'entreprise, de son secteur et de son marché concurrentiel, qui sont indispensables à la réalisation de son évaluation.

D'autre part, l'évaluation de chaque actif en portefeuille fait l'objet, au sein de la société de gestion, d'une discussion autour des principes de la collégialité et du contradictoire (la collégialité reposant sur les échanges entre les membres de l'équipe de gestion et les dirigeants de la société de gestion, l'évaluation n'étant pas décidée par une seule personne).

Ensuite, le recours à un commissaire aux comptes repose d'ores et déjà, dans la pratique, sur un principe de contrôle par un tiers indépendant. En effet, l'évaluation finale des actifs repose elle-même sur un processus de discussion entre l'évaluateur et le commissaire aux comptes. Ce dernier doit aussi répondre quant à sa responsabilité professionnelle vis-à-vis de l'attestation qu'il émet sur les états financiers des fonds, ce qui le conduit notamment à s'assurer de la robustesse de la méthode utilisée et de l'évaluation effectuée sur les entreprises détenues en portefeuille.

Aussi et compte tenu des spécificités fortes du capital investissement en termes de valorisation d'actifs qui reposent, d'une part, sur la connaissance des activités des sociétés dans lesquelles chaque portefeuille est investi, et, d'autre part, sur des dispositifs de contrôle solides déjà mis en œuvre, le Comité de Place recommande que les acteurs du capital investissement soumis à la directive AIFM puissent continuer de mener leur tâche d'évaluation selon les pratiques internes en cours et n'aient pas à recourir aux services d'un expert externe.

Recommandation N°10 Permettre aux gérants du capital investissement de continuer à mener la tâche d'évaluation en interne.

- Adapter les obligations en matière d'évaluation d'actifs et de contrôle des dépositaires aux caractéristiques spécifiques des fonds immobiliers (SCPI, OPCI)

En ce qui concerne les méthodes d'évaluation d'actifs, les pratiques actuelles conviennent aux gestionnaires français de fonds immobiliers. Ceux-ci souhaitent, en effet, que la transposition de la Directive n'en détériore pas l'efficacité. En cela, le Comité de Place recommande pour les FIA immobiliers de :

- ne pas remettre en cause la pratique actuelle selon laquelle les FIA immobiliers (OPCI et SCPI) ont recours à des évaluateurs externes indépendants, spécialistes de la valorisation d'actifs immobiliers,
- tenir compte des coûts que pourrait générer l'intervention de plusieurs experts externes et de l'impact que ceux-ci pourraient avoir in fine sur la performance des fonds comparativement à la situation des fonds européens analogues,
- rappeler la responsabilité de la société de gestion en matière de valorisation dans la mesure où les valorisations externes sont très rarement contestées.

En ce qui concerne les SCPI :

Le cadre réglementaire actuel prévoit que chaque immeuble du patrimoine d'une SCPI fasse l'objet d'au moins une expertise tous les cinq ans, actualisée chaque année par un expert.

Les modalités d'intervention des experts prévoient les dispositions suivantes :

- les experts immobiliers sont indépendants. Une fois « acceptés » par le régulateur français, ils sont nommés par l'assemblée générale ;
- tout immeuble récemment acquis fait nécessairement l'objet d'une expertise complète ;
- l'actualisation annuelle est un acte d'expertise véritable en ce qu'il peut conduire l'expert à modifier une valeur sur la base d'informations endogènes fournies par le gestionnaire (évolution de la situation locative, travaux d'embellissements ou d'amélioration, évolution de l'environnement du bien,...) ou sur la base d'éléments exogènes analysés par l'expert (évolution des marchés immobiliers, des taux d'intérêts,...).

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

Le travail de l'expert s'appuie ainsi sur des transmissions d'information de plus en plus complètes, fiables et rapides grâce à la montée en puissance d'outils de place performants, tendant à fiabiliser davantage encore les actualisations. Par ailleurs, on notera la multiplication des bases d'informations électroniques tant publiques que privées, participant à l'amélioration des travaux de ces experts.

Augmenter le rythme actuel d'expertise des SCPI ne semble donc pas nécessaire au vu du dispositif déjà existant, et pourrait même avoir pour conséquence défavorable vis-à-vis des investisseurs finaux de générer des coûts additionnels significatifs qui seront imputés aux fonds.

Aussi, le Comité de Place considère que ce dispositif d'« expertise quinquennale » imposé aux SCPI, qui fait l'objet d'actualisations annuelles, doit être considéré comme une « évaluation appropriée » au sens de la directive AIFM, sous réserve de quelques aménagements adaptés aux dispositions qu'elle prévoit.

En ce qui concerne les OPCI :

Le dispositif actuel qui s'applique aux OPCI, et qui impose la nomination de deux experts ainsi qu'une fréquence trimestrielle pour la valorisation des actifs par chacun d'entre eux, pourrait à l'occasion de la transposition de la directive AIFM être réexaminée pour s'assurer que le coût généré par le dispositif est justifié par la protection accrue qu'il confère aux investisseurs.

Recommandation N°11 Adapter les obligations en matière d'évaluation d'actifs aux caractéristiques spécifiques des fonds immobiliers (SCPI, OPCI).

5. Troisième axe : simplifier et moderniser la gamme de fonds soumis à la directive AIFM

5.1. Moderniser et simplifier la gamme de produits français au sein de trois catégories de fonds, en distinguant les fonds destinés aux investisseurs professionnels de ceux destinés au grand public et en tenant compte des spécificités de la gestion spécialisée

La directive AIFM offre un cadre mieux régulé et sécurisé pour la gestion de fonds d'investissement alternatifs.

Qu'ils soient français ou étrangers, les investisseurs doivent actuellement faire leur choix d'investissement parmi une gamme réglementaire française de produits large et confuse. Ce qui ne les aide ni à identifier les différentes stratégies opérées par les gérants, ni à apprécier facilement le niveau de risque.

Pour être compétitive et gagner en lisibilité, la gamme des produits pouvant être considérés comme des FIA au sens de la directive AIFM doit faire l'objet d'une rationalisation qui permettra d'améliorer la lisibilité de la dénomination des fonds au bénéfice des investisseurs.

De plus, compte tenu des dénominations actuelles parfois peu compréhensibles pour les investisseurs étrangers, surtout après traduction en anglais, le Comité de Place recommande de mettre en place une gamme claire et lisible qui offre aux FIA français de meilleures chances à l'export.

Ainsi, il est suggéré que la gamme existante soit rationalisée en trois blocs²⁹ de fonds distincts, dont les noms commerciaux restent encore à définir :

- les « OPCVM coordonnés » (fonds soumis à la directive OPCVM) ;
- les « FIA grand public » ;
- et les « FIA professionnels ».

Dans cette optique, les « FIA grand public » incluront les fonds non coordonnés à vocation générale qui seront, de fait, distingués des fonds soumis à la directive OPCVM, ainsi que les autres fonds spécialisés à destination du grand public (capital investissement, immobilier, fonds de fonds alternatifs dits « fonds de *hedge funds* ») qui permettront aux investisseurs de diversifier leurs investissements dans le capital risque, l'immobilier et les fonds alternatifs. Les dispositions réglementaires, notamment les ratios qui régissent ces produits, sont globalement adaptées à la finalité de ces fonds. Dans la mesure où ces fonds grand public pourront porter des stratégies de gestion différenciées de celles des fonds soumis à la directive OPCVM, ils pourraient être plus « typés » vers

²⁹ L'option envisagée pour la rationalisation de la gamme de produits pouvant être considérés comme des FIA au sens de la directive AIFM figure à l'Annexe 2 de ce rapport

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

l'innovation, la recherche de performance, et ainsi être distribués plus aisément, au-delà de la clientèle « grand public », auprès d'une clientèle de gestion privée.

En ce qui concerne les fonds réservés à une clientèle avisée (investisseurs « professionnels » au sens de la directive MIF, ou dont l'investissement est au-delà du seuil de 100.000€), le Comité suggère de retenir le format des « fonds contractuels » pour, réunir les fonds de type contractuels, FCPR contractuels, FCPR à procédure allégée, ARIA et SICAF.

Ces fonds contractuels devraient pouvoir :

- donner lieu à agrément ou à déclaration,
- être ouverts ou fermés,
- cotés ou non cotés,
- et être déclinés selon la stratégie visée.

Cette mesure pourra ainsi permettre de favoriser le développement d'une gamme de « fonds contractuels » déclinés en différentes catégories permettant de s'adapter aux besoins respectifs des investisseurs et de la société de gestion.

Ce nouveau véhicule accueillant une grande variété de fonds d'investissement présenterait les caractéristiques des fonds contractuels et le classerait en tête de liste parmi les véhicules européens les plus efficaces.

Afin de maintenir une certaine continuité en termes de commercialisation et pour ne pas déstabiliser les investisseurs, il conviendra toutefois de veiller à ce que les appellations de ces fonds ne changent qu'une seule fois dans les années à venir, et n'aient pas à être modifiées à court terme dans le cadre d'une autre évolution réglementaire.

Cette rationalisation aura pour conséquence de faire disparaître un certain nombre d'appellations spécifiques au marché français, souvent difficilement compréhensibles pour les investisseurs (notamment étrangers), et pour lesquels une restructuration au sein d'un véhicule simplifié et plus lisible devrait permettre de se développer.

Certains membres du Comité de Place ont suggéré que des aménagements exceptionnels pourraient être envisagés pour un nombre limité de fonds existant, afin de conserver les avantages qu'ils présentent et de ne pas en limiter l'accès à certaines catégories d'investisseurs susceptibles d'y souscrire en toute sécurité. Selon ces mêmes membres, la transformation pure des SICAF³⁰ en fonds contractuels limiterait la cible d'investisseurs à une clientèle professionnelle compte tenu du seuil supérieur qui viendraient s'appliquer. Or, selon eux, la forme actuelle des SICAF, tant en termes de structure (horizon de placement) que de fiscalité, répond au besoin de développement de produits d'épargne de long terme pour le grand public. De fait, ils ont suggéré que soit envisagé l'aménagement des conditions d'accès pour le grand public et que soit abaissé le seuil de souscription pour ce type de produits, sous certaines conditions de protection des épargnants qui seront définies.

D'autre part, pour éviter tout blocage en termes de distribution, les règles d'investissement des investisseurs institutionnels pourraient faire l'objet d'une révision dans la mesure où, aujourd'hui, ceux-ci sont contraints d'investir dans des « OPCVM » au sens strict de leur dénomination actuelle.

Enfin, compte tenu des efforts d'intégration des SCPI dans le champ de la directive AIFM pour les professionnels et les épargnants, le Comité de Place soutient l'idée des gérants de FIA immobiliers qui souhaitent que la rationalisation de la gamme s'accompagne des mesures suivantes :

- la mise en œuvre d'un chantier de « toilettage » des règles de gestion des SCPI qui s'inscrive dans la démarche de renforcement de la compétitivité de la gestion de fonds d'investissement alternatifs,
- l'adaptation réaliste des fonctions remplies par le dépositaire aux caractéristiques de l'actif et de la gestion de FIA immobiliers ainsi que des caractéristiques propres aux SCPI,
- la promotion forte d'une approche cohérente du sujet dans les différents Etats membres européens, de manière à ne pas créer des désavantages compétitifs au détriment des fonds immobiliers essentiellement destinés au marché national comme le sont les SCPI qui auraient éventuellement à subir le surcoût lié à la mise en place de la directive AIFM.

De manière plus générale, le Comité précise qu'une réflexion sera menée à cet égard, et donnera lieu à un chantier de réexamen des règles d'investissement des investisseurs et d'analyse des changements de gamme ou de dénomination de certains produits. L'objectif de ce chantier vise à moderniser et à simplifier la gamme

³⁰ Société d'Investissement à Capital Fixe

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

existante tout en conservant les spécificités de certaines catégories de produits, notamment en matière de fiscalité.

Recommandation N°12 Moderniser et simplifier la gamme de produits français au sein de trois catégories réglementaires de fonds, en distinguant les fonds destinés aux investisseurs professionnels de ceux destinés au grand public et en tenant compte des spécificités de la gestion spécialisée

- **Faire du format « FIA » un label pour les fonds d'investissement alternatifs**

L'enveloppe qu'offrira les FIA sera parfaitement adaptée à la gestion de fonds d'investissement alternatifs. S'appuyant sur la meilleure clarification des différentes catégories de clientèle qu'offrira la révision de la directive MIF, il sera possible que le monde de la gestion d'actifs s'articule mieux autour des deux directives OPCVM et AIFM qui le structureront désormais avec, d'une part, des OPCVM largement distribués à des investisseurs grand public et, d'autre part, des FIA plutôt ciblés sur une clientèle plus avertie (investisseurs qualifiés et ou gestion privée).

Cette clarté en termes de gamme de produits d'investissement permettra ainsi d'instaurer un label reconnu pour les fonds d'investissement alternatifs favorisant le développement de la gestion innovante.

- **Explorer l'opportunité de rendre éligibles des FIA immobiliers aux dispositifs d'épargne salariale (PEE-PERCO)**

Au-delà de la rationalisation de la gamme en trois catégories de fonds, le Comité de Place recommande d'étudier la mise en œuvre d'un certain nombre d'aménagements concernant les dispositifs d'épargne salariale pour faciliter la diffusion des FIA immobiliers auprès d'une base de clientèle plus large. Ces enveloppes offrent, en effet, à leurs détenteurs un horizon de placement plus long que celui usuel de la gestion traditionnelle.

Certains FIA « grand public », dont les OPCI, ne sont à ce jour pas éligibles aux plans d'épargne salariale (PEE³¹, PERCO³²). Aussi, le Comité de Place suggère-t-il d'explorer l'opportunité de rendre éligibles des OPCI aux supports de type épargne salariale.

Recommandation N°13 Explorer l'opportunité de rendre éligibles des FIA immobiliers aux dispositifs d'épargne salariale (PEE-PERCO)

5.2. Harmoniser les seuils de souscription avec deux niveaux distincts pour le grand public et les professionnels

Le Comité de Place propose que, pour les conditions de souscription aux fonds réservés à certains types d'investisseurs, le seul critère d'appartenance à une catégorie d'investisseurs (professionnels) soit défini par la notion d'« investisseurs professionnels » au sens de la Directive MIF (pour les fonds réservés à une clientèle avertie).

Alors que la réglementation française définit cinq seuils, échelonnés de 0 € à 500.000 € en fonction du type de fonds, la directive AIFM offre une opportunité de simplifier largement ce cadre. En effet, dans la mesure où les seuils actuels ne permettent pas d'établir une quelconque réelle correspondance avec l'échelle de risque des fonds, le Comité de Place propose de les simplifier et de n'en retenir que deux, à l'instar de la pratique observée au Luxembourg et en Irlande :

- un seuil à 0 € pour les produits distribués auprès du grand public ;
- un autre de 100.000 € pour les produits destinés aux investisseurs professionnels

Une harmonisation des seuils à 100.000 €, contre actuellement 250.000 € pour les fonds contractuels et 125.000 € pour les fonds ARIA constitue un élément concurrentiel au sein de l'Union européenne sans pour autant abaisser le niveau de protection des épargnants français.

³¹ Plan d'Epargne Entreprise

³² Plan d'Epargne Retraite Collectif

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

Il conviendra néanmoins de s'assurer que les personnels des gestionnaires du capital investissement, qui co-investissent dans les fonds qu'ils gèrent par souci d'alignement des intérêts, puissent continuer à utiliser cette pratique saine même dans le cas où leurs investissements ne dépasseraient pas les seuils délimitant les investisseurs professionnels.

Recommandation N°14 Harmoniser les seuils de souscription en deux niveaux, 0€ pour le grand public, 100.000€ pour les professionnels.

5.3. Analyser dans le cadre d'un chantier exploratoire les possibilités offertes par de nouvelles techniques de gestion et de nouvelles classes d'actifs

- L'émission d'obligations : possibilité pour certains OPCVM français d'émettre des obligations sous une forme très encadrée dans un premier temps

Cette possibilité présente un intérêt dans le sens où le profil des obligations émises par des fonds répond davantage aux attentes actuelles des investisseurs (le flux de liquidités régulier est plus recherché que la plus-value). Par ailleurs, ces instruments présenteraient un profil de risque/rendement plus simple à appréhender.

Toutefois, les émissions d'obligations adossées à des FIA devront néanmoins être fortement encadrées et réservées à un certain type de FIA, par exemple uniquement à des fonds contractuels dans un premier temps. L'encadrement strict doit porter également sur le levier et la structuration, notamment afin d'éviter les dérives rencontrées ces dernières années sur les produits de dette titrisés (CDO).

Dans le cadre de l'exploration de cette nouvelle technique, le Comité de Place estime qu'il conviendra de répondre aux questions suivantes :

- vers quel type d'investisseur seraient commercialisés ces instruments ?
- quelles dispositions en cas de défaut d'un émetteur (régime des faillites,...) ?
- quelles mesures pour encadrer la structuration et l'effet de levier de ces instruments ?

- nouvelles techniques de fonctionnement des fonds : exploration de méthodes d'ajustement des valeurs liquidatives de souscription et rachat tout en identifiant les risques encourus et les mesures à prendre pour les encadrer

Le Comité de Place suggère que soient explorées de nouvelles méthodes d'ajustements des valeurs liquidatives des fonds liées aux souscriptions et aux rachats de parts, telles que les techniques de « Swing Pricing » et de « commission anti-dilution » ("Anti Dilution Levy" (ADL) qui visent à compenser pour les investisseurs restants l'effet de dilution de valeur et de performance dû à des entrées et sorties fréquentes de certains investisseurs, en faisant supporter une partie des frais de transactions et de liquidité aux investisseurs sortants et entrants. Les investisseurs restant investis sur le long terme seraient ainsi traités plus équitablement.

A ce jour, l'application de ces méthodes n'est pas autorisée en France, seuls des frais de souscription et rachat fixes acquis à l'OPCVM étant autorisés. Ces mesures pourraient néanmoins permettre d'assurer l'équité de traitement des porteurs dans la mesure où elles sont, par ailleurs, déjà employées par de nombreux fonds de droits étrangers, dont certains sont largement commercialisés en France.

Pour éviter que cette méthode ne nuise à la commercialisation des fonds visés du fait de l'introduction, pour l'investisseur, d'une incertitude sur le prix de rachat de ses parts, le Comité de Place qui s'est plutôt montré en faveur de la mise en œuvre de nouvelles techniques de gestion de la liquidité des fonds, propose que soient explorés au préalable les tenants et aboutissants de leur mise en place sous réserve que celles-ci soient, quoi qu'il en soit, très encadrées.

Recommandation N°15 Analyser dans le cadre d'un chantier exploratoire les possibilités offertes par de nouvelles techniques de gestion (par exemple, émission d'obligations, méthodes d'ajustement des valeurs liquidatives) sous réserve d'une mise en œuvre encadrée.

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

5.4. Réexaminer l'éligibilité des FIA aux institutionnels

Certains institutionnels ont une réglementation qui ne leur permet pas d'investir dans une grande partie des FIA dont les gestionnaires seront couverts par la directive AIFM. Par exemple, ils ne peuvent actuellement pas investir dans des fonds contractuels ou dans des FCPR contractuels.

De plus, un manque de clarté des dispositions relatives aux types de classes d'actifs autorisées pour ces investisseurs institutionnels les empêche d'investir dans certains FIA et certains fonds soumis à la directive OPCVM. Ces freins potentiels à la distribution de FIA pourraient obérer considérablement leur développement (taille critique à atteindre pour être compétitifs à l'international).

Le Comité de Place estime donc souhaitable qu'un toilettage des textes, dans les réglementations applicables aux différents institutionnels, permettant la mise à jour des listes de produits éligibles aux portefeuilles des institutionnels, soit menée dans le cadre de la transposition de la directive AIFM, au regard des niveaux de risque auxquels ils exposent et de la capacité des institutionnels à les appréhender.

A ce titre, le Comité de Place note qu'il serait plus pertinent que les restrictions d'investissement des institutionnels ne soient pas exprimées en type ou classification d'OPC, mais plutôt en fonction des niveaux de risque que l'investisseur estime acceptable pour lui, compte tenu de ses éventuelles contraintes de passif et des moyens dont il dispose en interne pour les appréhender et les suivre. Le Comité de Place précise qu'il conviendrait d'assurer la cohérence d'une telle présentation avec les textes européens en préparation (Directive Solvabilité).

Recommandation N°16 Réexaminer l'éligibilité des FIA aux institutionnels

D'autres aménagements (décrits infra) en termes de modernisation de la gamme ont fait l'objet de recommandations de la part du Comité de Place.

- Favoriser la création des fonds d'investissement sous la forme de société

Le Comité de Place souligne que le développement de formes sociétales de FIA, notamment de capital investissement, déjà exploitées à l'étranger, pourrait permettre une gouvernance renforcée ainsi que de participer à certaines opérations financières inaccessibles sous la forme de copropriété (fonds commun de placement ou FCP) en raison de contraintes liées à la fiscalité ou aux modalités de co-investissement.

Les principaux enjeux en matière de création de fonds sous forme sociétale reposent sur une notion de compétitivité avec d'autres juridictions où cette forme de fonds est très répandue, ainsi que sur la demande exprimée par certains investisseurs institutionnels qui ont des exigences spécifiques en matière de gouvernance adaptée à ce type de modèle.

Aussi, compte tenu de ces avantages compétitifs, le Comité de Place suggère que les fonds d'investissement aient la possibilité de pouvoir adopter une forme sociétale et, plus particulièrement, la forme de société anonyme (SA) ou de société par actions simplifiée (SAS) comme le prévoit la réglementation actuelle, mais également de société en commandite par actions (SCA). Certaines réserves ont toutefois été émises sur la forme de commandite par actions au regard des règles de gouvernance qui s'appliquent à ces sociétés.

Par ailleurs, en ce qui concerne le capital investissement, pour être attractive, la forme sociétale des véhicules de capital investissement devrait pouvoir bénéficier du même traitement fiscal que les FCPR actuels qui vise, en effet, à favoriser les investissements dans le tissu économique national ou local et à gagner en compétitivité par rapport à d'autres véhicules étrangers.

Recommandation N°17 Favoriser la création des fonds d'investissement sous la forme sociétale (SA, SAS, SCA)
--

- Permettre l'utilisation d'une langue autre que le français dans les documents d'information à destination des professionnels

Bien que la rédaction en langue française procure aux investisseurs une meilleure compréhension et aux sociétés de gestion un confort juridique, le Comité de Place estime désirable de laisser à chaque société de gestion la possibilité de produire les documents constitutifs et commerciaux des fonds d'investissement à destination

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

d'investisseurs professionnels en une langue autre que le français, tout en prévoyant l'obligation de produire sur demande une traduction en français.

Cette évolution converge avec certaines pratiques existantes pour certaines catégories de fonds français pour lesquels il est d'ores et déjà possible de prévoir des documents réglementaires dans une langue usuelle de la sphère financière.

Recommandation N°18 Permettre la rédaction des documents constitutifs et commerciaux des fonds d'investissement à destination des investisseurs professionnels dans une langue autre que le français.

6. Quatrième axe : Inscrire les dépositaires français, pour lesquels les impacts en termes de transposition sont limités, à jeu égal dans la compétitivité européenne, au service de l'attractivité de la Place de Paris, tenant compte des particularités de la gestion spécialisée (capital investissement, immobilier)

L'organisation de la fonction dépositaire en France constitue un des points forts de l'écosystème de la gestion. Les mesures prévues par la directive AIFM concernant le dépositaire sont en grande partie déjà appliquées. Les enjeux consisteront à positionner les acteurs français à l'international, s'assurer de règles équitables vis-à-vis des prestataires étrangers et saisir les opportunités de développement que la directive offre à la fonction de dépositaire notamment en matière d'activités connexes.

6.1. Maintenir dans la législation française la liste actuelle des entités éligibles à la fonction dépositaire dans un souci d'efficience

Le Comité de Place estime que la liste des entités autorisées à exercer la fonction de dépositaire en France est adaptée et ne souhaite pas que celle-ci soit modifiée sauf pour prévoir explicitement que les succursales de prestataires de services d'investissement étrangers puissent être désignées dépositaires de fonds français en s'assurant au préalable qu'elles appliquent des bonnes pratiques professionnelles ayant les mêmes effets que les dispositions générales du cahier des charges AMF applicables à l'ensemble des teneurs de comptes conservateurs français et ce, en application du principe de transposition fidèle de la directive.

Dans ce cadre, il a notamment débattu des deux possibilités offertes aux Etats membres par la directive de déroger aux critères d'éligibilité prévues à l'article 21(3) : d'une part d'autoriser des entités non soumises à une réglementation prudentielle d'être nommées dépositaire de fonds sous certaines conditions et d'autre part de permettre au dépositaire de ne pas être établi dans le même Etat membre que le FIA jusqu'en 2017.

- Ne pas exercer l'option permettant, pour certains FIA, de confier la fonction dépositaire à des professions réglementées**

Certains régulateurs européens ont exprimé la volonté d'explorer plus avant une option qui permettrait à des professions réglementées (par exemple des cabinets d'avocats ou bien des notaires) d'exercer le rôle de dépositaire pour des fonds de capital investissement ou des fonds immobiliers sous certaines conditions.

Retenant que l'intérêt commercial ne doit pas primer sur les notions de protection et de transparence vis-à-vis des investisseurs, le Comité de Place considère que la liste des entités éligibles à la fonction de dépositaire ne doit pas être étendue lors de la transposition de la directive AIFM.

D'autre part, le Comité estime que le régime dérogatoire prévu par la directive AIFM présente un risque en ce qu'il pourrait conduire à autoriser l'exercice de la fonction dépositaire par des professions réglementées dont les compétences seraient relativement éloignées de l'expertise nécessaire à l'exercice des fonctions attribuées au dépositaire, notamment en matière de contrôle (notaires, avocats).

En effet, le Comité s'est interrogé sur la capacité de ces professions à se conformer, en pratique, aux exigences strictes de la directive AIFM notamment en matière de surveillance des flux espèces et de conservation des instruments financiers. Néanmoins, la possibilité pour ces professions de recevoir délégation du dépositaire pour exercer la tenue de position des actifs a été jugée souhaitable.

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

En outre, ni les sociétés de gestion habituées à travailler avec des dépositaires établissement bancaires, ni les représentants de la profession d'avocats, n'ont exprimé le souhait de voir ce dispositif changer.

De plus, il a été souligné que l'exercice des fonctions revenant aux dépositaires par des professions réglementées pourrait ne pas être moins coûteux pour les FIA et in fine, créer un surcoût pour les investisseurs par rapport au dispositif actuel.

Enfin, en ce qui concerne les professions potentiellement concernées, il a été considéré que les missions relatives au dépositaire doivent être indépendantes de leurs autres missions. La profession réglementée de commissaire aux comptes par exemple, ne pourrait donc pas par nature exercer la fonction de dépositaire. De plus, l'exercice de la fonction de dépositaire pour certaines catégories de professions réglementées imposerait un changement de leur propre réglementation. Enfin, pour certains, même la délégation de certaines fonctions du dépositaire pourrait être contradictoire avec l'activité initiale de certaines professions réglementées.

Compte tenu de cette analyse, le Comité de Place recommande que la liste actuelle des entités éligibles à l'activité de dépositaire telle que prévue par le décret du 06 septembre 1989 ne soit pas étendue.

- **Ne pas exercer l'option du régime transitoire permettant (jusqu'en 2017) à un FIA français de désigner un dépositaire dans un autre Etat membre**

A l'inverse des pays au sein desquels l'industrie dépositaire n'est pas encore développée et/ou offre un choix très limité en termes de services, et compte-tenu de la qualité des intervenants actuels sur le marché français de l'activité dépositaire, le recours à l'option offerte aux Etats Membres d'autoriser le gestionnaire à désigner un dépositaire situé dans un autre Etat-membre n'apparaît pas justifié s'agissant de la France. L'industrie française des dépositaires dispose en effet des talents, structures et outils nécessaires pour répondre aux besoins des FIA français.

Compte tenu de la force des acteurs français, le Comité de Place recommande de ne pas exercer l'option offerte par la directive AIFM permettant à un régulateur d'autoriser (jusqu'en 2017) à un FIA à désigner un dépositaire dans un autre Etat membre.

Recommandation N°19 Maintenir la liste actuelle des entités éligibles à la fonction de dépositaire et ne pas exercer l'option permettant à des professions réglementées d'être désignées dépositaires
--

- **Garantir le respect des pratiques professionnelles imposées aux dépositaires français par les succursales de prestataires d'investissement étrangers**

Les succursales de prestataires de services d'investissement étrangers devront respecter des règles de fonctionnement identiques à celles qui s'imposent aux dépositaires dont le siège social est en France, afin d'éviter toute distorsion de concurrence. Ainsi, le principe de comptabilité en partie double auquel est soumis le dépositaire français dans le cadre de son activité de conservateur devrait notamment s'imposer aux succursales d'établissements étrangers.

Le Comité de Place recommande donc que les succursales de prestataires de services d'investissement étrangers souhaitant s'installer en France pour exercer la fonction de dépositaire soient tenues de respecter les dispositions prévues par le cahier des charges du teneur de compte conservateur applicables aux dépositaires français en matière de protection des avoirs, de règle de conduite et d'exigences organisationnelles.

Recommandation N°20 Garantir le respect des pratiques professionnelles imposées aux dépositaires français par les succursales de prestataires d'investissement étrangers.
--

6.2. Aligner les missions du dépositaire pour les fonds soumis à la directive OPCVM sur le régime AIFM

Au regard des précisions apportées par la directive AIFM au contenu de la fonction dépositaire au niveau européen, le Comité de Place a envisagé la possibilité d'un alignement des dispositions relatives aux missions

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

des dépositaires de fonds soumis à la directive OPCVM sur les exigences de la directive AIFM. Sa réflexion a porté sur :

- un corps de règles uniformes pour les dépositaires quel que ce soit le type de fonds reconnaissant que la mission du dépositaire dépend avant tout du type d'actif et non du type de fonds ;
- une harmonisation indispensable à la compétitivité du paysage français ;
- la prise en compte des spécificités fortes de l'immobilier et du capital investissement (et d'une façon générale des actifs qui ne sont pas des instruments financiers) ;
- la prise en compte des spécificités de l'épargne salariale (notamment la garde et le contrôle de la régularité des décisions des gestionnaires vis-à-vis des décisions prises par le conseil de surveillance) ;
- la mise en garde contre le risque porté par un alignement par le bas qui viendrait dégrader la qualité reconnue des dépositaires français (élément important de la qualité des fonds).

Compte tenu des principes visés supra, le Comité de Place recommande de faire converger les missions des dépositaires de fonds soumis à la directive OPCVM sur les exigences de la directive AIFM, tout en veillant aux spécificités de l'immobilier (et plus généralement des actifs qui ne sont pas des instruments financiers) et de l'épargne salariale, mais aussi à ne pas créer de distorsion de concurrence avec les autres Etats membres.

Cet alignement du dispositif français sur la directive AIFM ne viserait dans un premier temps que les missions du dépositaire. En ce qui concerne les adaptations éventuelles relatives au régime de la responsabilité des dépositaires, le Comité de Place recommande d'attendre la publication des textes relatifs à la révision de la directive OPCVM avant d'envisager de les revoir dans un second temps.

Recommandation N°21 Aligner les missions du dépositaire pour les fonds soumis à la directive OPCVM sur le régime AIFM tout en tenant compte des spécificités de la gestion spécialisée et attendre la publication des textes relatifs à la révision de la directive OPCVM pour procéder aux éventuelles adaptations du régime de responsabilité des dépositaires.

6.3. Permettre aux dépositaires le développement d'activités connexes sous réserve du respect des exigences de la directive en matière d'identification et de gestion des conflits d'intérêts.

Le Comité de Place soutient l'approche qui consiste à privilégier une transposition fidèle de la directive sans recourir à des règles nationales visant, par exemple, à interdire au dépositaire d'exercer des fonctions autorisées par la directive, ce qui pourrait générer une distorsion de concurrence avec les autres dépositaires européens.

Par ailleurs, les dépositaires, au même titre que les sociétés de gestion et les gestionnaires administratifs et comptables, ont un rôle à jouer dans le développement de l'attractivité de la place financière française, en offrant des services à valeur ajoutée.

Les services dits « connexes » autorisés par la directive répondent à une demande forte des sociétés de gestion dans un contexte européen et international toujours plus concurrentiel, qui rend indispensable la possibilité pour les dépositaires français de répondre aux besoins de leurs clients qui évoluent dans une logique commerciale multi-produits et multi-pays.

La possibilité pour les dépositaires d'être désignés « expert externe en évaluation », sous réserve d'une séparation fonctionnelle et hiérarchique entre les équipes fournissant ce service et celles relevant de la fonction dépositaire, constitue le seul service explicitement visé par la directive AIFM. Celui-ci est perçu comme une réelle opportunité pour les dépositaires qui sont d'ores et déjà en mesure, tant en termes d'expertise que d'organisation, d'apporter ce service aux sociétés de gestion. Le Comité est donc favorable à l'enregistrement de dépositaires comme experts externes en évaluation mais recommande toutefois que l'activité d'évaluation/valorisation des actifs soit clairement différenciée des autres services offerts tels que le calcul de valeur liquidative ou encore le « pricing ».

La directive AIFM ne précise pas les autres services connexes que peuvent offrir les dépositaires en dehors des missions qui lui sont conférées au titre de sa fonction de dépositaire de FIA. Elle se contente d'imposer une gestion adéquate des conflits d'intérêt.

Dans le cadre de ses travaux, le Comité de Place a identifié un certain nombre de prestations complémentaires à leur métier d'origine que les dépositaires pourraient offrir sans que cette liste ne soit exhaustive :

- calcul de la valeur nette liquidative,

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

- services offerts par le courtier principal (ou *prime brokerage*),
- administration de la trésorerie,
- administration du collatéral.

Il conviendra néanmoins de clarifier la possibilité pour les dépositaires de proposer ce type de prestations administratives à valeur ajoutée sous réserve du respect :

- des exigences de la directive AIFM en matière d'identification et de gestion des conflits d'intérêts ;
- du principe d'exclusivité des décisions de gestion financière, qui doivent rester de la compétence unique de la société de gestion.

Recommandation N°22 Permettre aux dépositaires de développer des activités connexes et en particulier, d'être désigné expert externe en évaluation, sous réserve du respect des exigences de la directive notamment en matière de séparation fonctionnelle et hiérarchique ainsi que d'identification et de gestion des conflits d'intérêts.

6.4. Promouvoir et soutenir les efforts des acteurs visant à promouvoir la Place

- Etablir un cadre de référence commun pour les flux d'information entre sociétés de gestion et dépositaires, tenant compte des spécificités de la gestion spécialisée (capital investissement, immobilier)

Afin d'inciter et de favoriser les acteurs de la Place à standardiser leurs procédures et les échanges d'information avec les dépositaires, tout en tenant compte des spécificités de certains pans de la gestion non traditionnelle, les associations professionnelles se sont réunies autour des dépositaires français afin d'établir un cadre de référence commun visant à mettre en œuvre des relations contractuelles entre les dépositaires et les sociétés de gestion (démarche inspirée du modèle commun de la « convention dépositaires » mis en place par les acteurs français).

Ce socle de référence unique permettra notamment de traiter de manière homogène les obligations d'information attendues par les dépositaires et le suivi de leurs contraintes par les sociétés de gestion, et tiendra compte des adaptations nécessaires à la mise en application de la fonction dépositaire notamment pour les FIA de capital investissement et immobiliers.

Cette initiative permettra également d'améliorer la transparence de la Place et de capitaliser sur l'expérience de ses acteurs vis à vis de la fonction dépositaire en clarifiant les bonnes pratiques à respecter en matière d'échange d'information entre dépositaires et sociétés de gestion, et ainsi la rendre plus attractive.

Ce corps de règles informelles vise à établir un cadre de référence auxquels les professionnels concernés pourraient se reporter pour définir un cadre contractuel approprié. Il permettra ainsi de fluidifier et de simplifier les pratiques d'échanges d'information autour d'un corpus de bonnes pratiques de Place, en particulier pour l'immobilier et le capital investissement, tout en veillant à ce que ce socle commun ne remette nullement en cause la relation contractuelle qui prévaut entre les sociétés de gestion et les dépositaires.

Recommandation N°23 Etablir un cadre de référence commun pour les flux d'information entre sociétés de gestion et dépositaires, tenant compte des spécificités de la gestion spécialisée (capital investissement, immobilier).

- Lancer une initiative de Place concernant la tenue du passif afin d'assouplir le régime relatif à la distribution à l'étranger de fonds enregistrés en Euroclear France

Dans le cadre des efforts menés pour simplifier le régime des ordres directs et favoriser la commercialisation de fonds français à l'étranger, certains obstacles ont été identifiés pour la distribution de fonds dont les parts revêtent la forme « au porteur » admis aux opérations du conservateur central (Euroclear France) :

- le frein à la commercialisation des OPCVM français, notamment ceux admis en Euroclear, repose sur les pratiques internationales qui divergent de la pratique française en matière de souscription de titres. En effet, les distributeurs étrangers agissant pour compte de tiers sont plus familiarisés avec la

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

souscription de parts inscrites en registre (équivalent du nominatif français) ;

- certains distributeurs ou teneurs de comptes étrangers agissant pour compte de tiers ne souhaitent pas ouvrir un compte chez un adhérent Euroclear et préfèrent ne pas révéler l'identité des investisseurs (ce qui élimine la forme porteur et nominatif administré).

Aussi, la possibilité de faciliter l'inscription dans les registres des OPC français de distributeurs et de teneurs de comptes étrangers agissant pour le compte de tiers sans obligation de révéler l'identité de la totalité de leurs investisseurs est une solution que le Comité de Place recommande d'étudier dans le cadre de la transposition AIFM.

Plus généralement, le Comité de Place recommande d'étudier les différentes pistes qui permettraient de lever les obstacles à la distribution de fonds admis aux opérations d'un dépositaire central.

L'objectif serait de faciliter la transmission par n'importe quel distributeur ou teneur de comptes, français comme étranger, des ordres sur tous les fonds ouverts admis aux opérations du conservateur central (Euroclear France), et ainsi de faciliter significativement la distribution des fonds français à l'étranger.

D'autres réflexions relatives à la distribution de fonds français à l'international font par ailleurs actuellement l'objet de travaux ad hoc réalisés par les associations représentatives de la gestion et des métiers des titres pour la Place de Paris.

Recommandation N°24 Lancer une initiative de Place concernant la tenue du passif afin de faciliter la distribution à l'étranger de fonds admis aux opérations du conservateur central (enregistrés en Euroclear France).

Cas des sociétés de gestion qui sont en-dessous du seuil leur imposant de désigner un dépositaire.

Pour les sociétés de gestion qui ne seraient pas soumises aux contraintes de la directive AIFM en matière de dépositaire, parce qu'elles ne dépasseraient pas les seuils prévus à l'article 3 de la directive, se pose la question de savoir s'il est approprié de leur laisser le choix de recourir ou non à un dépositaire pour les véhicules qui ne sont pas déjà régulés et deviendront des FIA.

Pour ces situations seulement, le choix pourrait être laissé à cette catégorie de gestionnaires de recourir au non à un dépositaire.

Toutefois, la faisabilité d'un tel mécanisme mériterait d'être examinée compte tenu de la difficulté de surveiller les dépassements de seuils d'application de la directive qui sont définis au niveau des gestionnaires et non des fonds. En outre, la pertinence d'une telle option laissée à l'appréciation du gestionnaire pose quelques questions en matière de protection des investisseurs, dans la mesure où certains types de fonds identiques pourraient selon le choix qui aura été fait par leur gestionnaire, avoir ou non un dépositaire.

Il a donc été recommandé d'étudier l'opportunité au niveau national de laisser le choix aux sociétés de gestion qui ne dépasseraient pas les seuils de la directive de décider, pour les véhicules qui ne seraient pas déjà soumis à l'obligation d'avoir un dépositaire si elles souhaitent recourir à un dépositaire pour ces fonds.

Cette option devrait être encadrée de manière à éviter que ce choix ne soit orienté aux seules fins de contourner l'article 21 de la directive AIFM qui met en place, par le biais de la désignation d'un dépositaire unique, un dispositif de contrôle externe indispensable à la protection des intérêts des investisseurs et à la lutte contre le blanchiment.

Recommandation N°25 Explorer, pour les sociétés de gestion dont les encours sont en-dessous du seuil et pour les fonds ne sont pas encore régulés, la possibilité d'avoir recours ou non à un dépositaire, tout en veillant à préserver la possibilité de converger vers un régime unique et de veiller à la protection des investisseurs.

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

Partie 3 : Recommandations du comité de Place aux institutions européennes

1. Champ d'application des fonds pouvant être considérés comme des FIA au sens de la directive AIFM : comment éviter toute distorsion d'interprétation au sein des Etats membres ?

Dans le cadre des travaux réalisés par le Comité de Place, un certain nombre de points d'interprétation de la directive AIFM vis-à-vis du texte de niveau 1, et des positions qui pourraient être celles des autres Etats membres, soulèvent plusieurs questions relatives au champ d'application.

La directive AIFM définit, en effet, les fonds d'investissement alternatifs comme étant des *organismes de placement collectif qui lèvent des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs en vue de les investir, conformément à une politique d'investissement définie, dans l'intérêt des investisseurs et ne sont pas soumis à la directive OPCVM IV*.

Dans la mesure où :

- les critères proposés par la directive AIFM pour définir un FIA restent vagues et ne définissent pas la notion d' « Organisme de Placement Collectif » (OPC),
- que la réglementation française³³ actuelle fournit uniquement une liste d'OPC et non une définition,
- et qu'une grande variété de structures juridiques pourrait être théoriquement captée par la directive ;

il convient de s'assurer que les types de structures qui pourront être considérées comme des FIA appartiennent à un périmètre d'entités commun à l'ensemble des Etats membres.

Les questions d'interprétation qui se posent vis-à-vis des entités qui pourraient être considérées comme des FIA au sens de la directive portent notamment sur les structures suivantes :

- Holdings non cotées ;
- Fonds immobiliers cotés de type SIIC³⁴ en France (équivalent aux REITS³⁵ anglais) ;
- Autres (groupements agricoles, SCR, SFI...).

1.1 Le cas des sociétés holdings non cotées

En ce qui concerne les sociétés holdings, la directive exclut de son champ d'application les *sociétés détenant des participations dans une ou plusieurs autres sociétés dont l'objet commercial est de mettre en œuvre une ou plusieurs stratégies d'entreprise par l'intermédiaire de ses filiales, de ses sociétés associées ou de ses participations en vue de contribuer à la création de valeur à long terme et qui est une société*:

- *opérant pour son propre compte et dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé dans l'Union, ou*
- *n'étant pas créée dans le but principal de produire une rémunération pour ses investisseurs par la cession de ses filiales ou de ses sociétés associées, comme en témoignent son rapport annuel ou d'autres documents officiels.*

Cette exclusion ne concerne que certaines sociétés holdings, notamment :

- sociétés cotées sur un marché réglementé (ex. Eurolist) répondant à la définition de société holding de la directive AIFM;
- sociétés agissant pour compte propre;
- les holdings de groupe industriel ou commercial, animatrices ou passives, dont les holdings de LBO;
- les holdings patrimoniales qui rejoindraient ainsi l'exclusion des *family offices*.

La question des sociétés holdings non cotées reste donc ouverte dans la mesure où la directive ne prévoit pas explicitement de les exclure du périmètre de fonds pouvant être considérés comme des FIA. Le Comité de Place souhaite insister auprès de l'ESMA afin que celle-ci précise si ce type d'entité doit être exclu ou non du périmètre.

D'autre part, la liste d'exclusions précise que les sociétés holdings doivent être cotées sur un marché réglementé.

³³ Article L-214-1 du Code Monétaire et Financier

³⁴ Société d'Investissement Immobilier Cotée

³⁵ Real Estate Investment Trust

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

Or les sociétés holdings cotées sur un système multilatéral de négociations (SMN) ne peuvent pas, au sens strict de la directive, être considérées comme exclues. Cette précision devra également être tranchée pour éviter toute distorsion en matière d'interprétation.

1.2 Fonds immobiliers cotées (SIIC/REITS)

Le Comité de Place suggère également aux institutions européennes de répondre de manière claire et non interprétable à la question de savoir si certaines entités du monde de l'investissement immobilier relèveront de la directive AIFM. Les professionnels des SIIC en France, développent des arguments solides, tendant à montrer que la plupart de ces produits ne correspondraient pas à la définition des FIA de la directive AIFM.

Enfin, le Comité de Place estime hautement souhaitable que les institutions européennes puissent clarifier la question de savoir si une entité qui serait expressément exclue du champ de la directive, mais dont les caractéristiques correspondraient à celles définissant un FIA dans la directive AIFM, serait considérée comme un FIA. Si tel était le cas, de nombreuses dispositions applicables aux "entités financières" (EMIR, Dodd-Frank Act, Taxe sur les transactions financières, etc.) s'appliqueraient à cette entité.

1.3 Autres véhicules sujets à interprétation

D'autre part, il existe également d'autres sociétés par actions sous forme de véhicules fiscaux, comme les sociétés de capital risque (SCR), société financière d'innovation (SFI) ou encore holdings ISF/IR, qui, selon la définition de la directive AIFM, sont susceptibles d'entrer dans le champ d'application de la directive AIFM.

Un éclairage devra être apporté pour ce type d'entités qui pourraient selon les différentes interprétations, entrer ou non dans le périmètre des fonds couverts par la directive AIFM.

Dans la mesure où certaines catégories de structures existantes de ce type, non régulées, non exclues explicitement par la directive, et susceptibles d'être considérées comme des FIA, pourraient faire l'objet d'interprétation au moment de la transposition, une méthodologie qui repose sur un arbre de décision considérant l'objet du FIA (le véhicule poursuit-il un objectif de placement financier ou d'exploitation du sous-jacent?) et qui permet de qualifier les fonds selon leur appartenance ou non au périmètre des FIA, pourrait être promue au niveau européen afin qu'elle soit adoptée par l'ensemble des Etats membres.

2. Accords avec les pays tiers : peut-on accepter la mise en place d'un passeport pays tiers en 2015 sans aucune mesure de réciprocité ?

Vis-à-vis de l'international, le Comité de Place suggère de privilégier l'axe offensif plutôt que celui, défensif, qui reviendrait, là où ce serait possible, à créer des barrières dissuasives à l'entrée de son territoire en vue de limiter la commercialisation de certaines catégories de FIA provenant de l'étranger. Il rappelle cependant les risques, notamment en termes de dégradation de la protection de l'investisseur ainsi que d'exigence de réciprocité réelle de la part de ces pays, qui avaient été mis en avant, dès le projet de directive, par les autorités françaises et la Place de Paris sur la proposition de passeport pour les pays tiers, ainsi que leurs réserves sur le cadre finalement peu contraignant retenu pour ce passeport dans le texte adopté.

Cette approche nécessitera de développer des efforts rapides de conviction des institutions européennes sous la forme :

- du renforcement de l'action déjà menée en amont auprès de l'ESMA et de la Commission européenne, tout d'abord sur la définition par l'ESMA de critères rigoureux, précis, mesurables pour l'évaluation du cadre de supervision et de régulation prudentielle des pays tiers (permettant non seulement d'analyser l'existence d'un corps de règles mais aussi leur application pratique par les autorités et juridictions locales), puis lors des mesures que prendra la Commission européenne pour évaluer, suite au mandat que lui donnera le Conseil européen, si les pays tiers disposent bien d'un tel cadre ;
- de la mise en place de clauses précises et évaluables de réciprocité dans les accords de coopération avec chacun des pays tiers concernés (développé infra dans la Partie 3).

Néanmoins, au regard de certaines mesures américaines extraterritoriales et des barrières mises en place par certains pays tiers, il paraîtrait particulièrement risqué pour l'Europe d'autoriser en 2015 l'introduction d'un passeport « pays tiers », sans aucune mesure de réciprocité. Afin de permettre aux gestionnaires et à l'écosystème de la gestion d'actifs française de répondre aux défis que présente en Europe, et plus particulièrement en France, la concurrence d'acteurs en provenance de pays tiers, il conviendrait donc

Rapport final du Comité de Place sur la transposition de la directive AIFM et le développement de la gestion innovante française

d'encourager la réciprocité et la notion de "mêmes effets" (tant sur la forme que sur le fond) des réglementations plutôt que de construire des lignes de défense. Ainsi, l'idée de se départir de toute volonté de mise en place d'un dispositif protectionniste face aux risques de l'entrée en vigueur du volet international, parfois négocié et adopté à la hâte, de la directive supposera de convaincre l'ESMA de veiller à ce que tous les Etats membres interprètent la directive AIFM de manière homogène et qu'ils ne l'interprètent pas comme permettant la commercialisation de produits qui iraient à l'encontre de l'un des principes fondateurs de la directive, celui visant à mieux protéger les investisseurs.

SYNTHESE DES RECOMMANDATIONS

- Recommandation N°1** Transposer fidèlement en France la directive AIFM.
- Recommandation N°2** Renforcer l'attractivité de la place envers les gestionnaires et les investisseurs (français ou étrangers)
- Recommandation N°3** Promouvoir davantage la qualité du régulateur français en termes d'expertise et de réactivité.
- Recommandation N°4** Promouvoir la gestion de fonds d'investissement alternatifs française à l'étranger en intensifiant les actions de promotion de la Place de Paris entamées dans le cadre de la transposition de la directive OPCVM IV
- Recommandation N°5** Conserver un statut unique pour les sociétés de gestion de portefeuille, mais modulable par adossement à un programme d'activité qui tienne compte des spécificités de chaque type de gestion (gestion innovante, capital investissement, immobilier).
- Recommandation N°6** Décliner lorsqu'approprié, le principe de proportionnalité, notamment s'agissant des aménagements concernant la fonction de contrôle des risques par exemple pour les acteurs de la gestion spécialisée (capital investissement, immobilier).
- Recommandation N°7** Permettre aux sociétés de gestion qui bénéficieront d'un double agrément AIFM et OPCVM d'offrir des services de réception transmission d'ordres (RTO)
- Recommandation N°8** Permettre la délégation de l'activité de gestion financière aux « PSI non société de gestion » en contrepartie d'une maîtrise des risques et d'un encadrement des conflits d'intérêts, mais examiner si les restrictions permises par la Directive, notamment applicables aux FIA commercialisés auprès des investisseurs non-professionnels, ne permettraient pas d'assurer une meilleure protection de l'investisseur.
- Recommandation N°9** Permettre l'adoption de dispositifs encadrant la rémunération des gestionnaires de fonds d'investissement qui favorisent l'alignement des intérêts du gérant sur celui des investisseurs.
- Recommandation N°10** Permettre aux gérants du capital investissement de continuer à mener la tâche d'évaluation en interne.
- Recommandation N°11** Adapter les obligations en matière d'évaluation d'actifs aux caractéristiques spécifiques des fonds immobiliers (SCPI, OPCI).
- Recommandation N°12** Moderniser et simplifier la gamme de produits français au sein de trois catégories réglementaires de fonds, en distinguant les fonds destinés aux investisseurs professionnels de ceux destinés au grand public et en tenant compte des spécificités de la gestion spécialisée
- Recommandation N°13** Explorer l'opportunité de rendre éligibles des FIA immobiliers aux dispositifs d'épargne salariale (PEE-PERCO)
- Recommandation N°14** Harmoniser les seuils de souscription en deux niveaux, 0€ pour le grand public, 100.000€ pour les professionnels.
- Recommandation N°15** Analyser dans le cadre d'un chantier exploratoire les possibilités offertes par de nouvelles techniques de gestion (par exemple, émission d'obligations, méthodes d'ajustement des valeurs liquidatives) sous réserve d'une mise en œuvre encadrée.
- Recommandation N°16** Réexaminer l'éligibilité des FIA aux institutionnels
- Recommandation N°17** Favoriser la création des fonds d'investissement sous la forme sociétale (SA, SAS, SCA)
- Recommandation N°18** Permettre la rédaction des documents constitutifs et commerciaux des fonds d'investissement à destination des investisseurs professionnels dans une langue autre que le français.
- Recommandation N°19** Maintenir la liste actuelle des entités éligibles à la fonction de dépositaire et ne pas exercer l'option permettant à des professions réglementées d'être désignées dépositaires
- Recommandation N°20** Garantir le respect des pratiques professionnelles imposées aux dépositaires français par les succursales de prestataires d'investissement étrangers.

Recommandation N°21 Aligner les missions du dépositaire pour les fonds soumis à la directive OPCVM sur le régime AIFM tout en tenant compte des spécificités de la gestion spécialisée et attendre la publication des textes relatifs à la révision de la directive OPCVM pour procéder aux éventuelles adaptations du régime de responsabilité des dépositaires.

Recommandation N°22 Permettre aux dépositaires de développer des activités connexes et en particulier, d'être désigné expert externe en évaluation, sous réserve du respect des exigences de la directive notamment en matière de séparation fonctionnelle et hiérarchique ainsi que d'identification et de gestion des conflits d'intérêts.

Recommandation N°23 Etablir un cadre de référence commun pour les flux d'information entre sociétés de gestion et dépositaires, tenant compte des spécificités de la gestion spécialisée (capital investissement, immobilier).

Recommandation N°24 Lancer une initiative de Place concernant la tenue du passif afin de faciliter la distribution à l'étranger de fonds admis aux opérations du conservateur central (enregistrés en Euroclear France).

Recommandation N°25 Explorer, pour les sociétés de gestion dont les encours sont en-dessous du seuil et pour les fonds ne sont pas encore régulés, la possibilité d'avoir recours ou non à un dépositaire, tout en veillant à préserver la possibilité de converger vers un régime unique et de veiller à la protection des investisseurs.

Annexe 1

Composition du Comité de Place AIFM

Comité faïtier présidé par Monique Cohen et Jean-Luc Enguehard

- **Direction générale du Trésor**
- **Autorité de contrôle prudentiel**
- **Direction de la législation fiscale**
- **Autorité des normes comptables**
- **Association Française des Investisseurs Institutionnels (AF2i)**
Philippe Haudeville
- **Membre de la Commission Consultative Epargnants**
Jean Berthon
- **AFG**
Paul-Henri de la Porte du Theil
Pierre Bollon
- **AFIC**
Paul Perpère
France Vassaux d'Azemar de Fabregues
- **ASPIM**
Patrick de Lataillade
Arnaud Dewachter
- **AFTI**
Karima Lachgar
- **FBF**
Jean Tricou
Jean-François Jondeau
- **Membre de la Commission Consultative Gestion**
Xavier Moreno
- **CMS Cabinet Francis Lefebvre**
Jérôme Sutour
- **Paris Europlace**
Arnaud de Bresson

Groupe 1 : Compétitivité

- **PAI Partners**
Blaise Duault
- **La Française AM**
Xavier Lépine
- **Quant Valley**
Arnaud Chrétien
- **Aviva Investors France**
Jean-François Boulter
- **Edrim**
Nicolas Dubourg/Emmanuel Courant
- **Allen & Overy**
Brice Henry
- **Rheinhold Partners**
Alain Reinhold
Bertrand Gibeau
- **Membre de la Commission Consultative Epargnants**
Bernard Camblain
- **Membres de la Commission Consultative Gestion**
Etienne Stofer
Patrick Sellam
- **Direction générale du Trésor**
- **Autorité de contrôle prudentiel**
- **Direction de la législation fiscale**
- **Caisse d'Epargne d'Auvergne et du Limousin**
Claude Dupuy

Groupe 2 : Enjeux nouveaux

- **Amundi PE**
Corinne Ferrière
Bernard Arock
- **AEW Europe SGP**
Etienne Wagner
- **CIAM**
Frédérique Barnier-Bouchet
- **HDF Finance**
Christophe Jaubert / Christian Bartholin
- **BNP Paribas Investment Partners**
François Delooz
- **AXA IM**
Monique Diaz
- **Membre de la Commission consultative Epargnants**
Jean Berthon
- **Membre de la Commission Consultative Gestion**
Bruno Prigent
- **Dechert**
Olivier Dumas
- **AGIRC**
Philippe Goubeault
- **Paris EUROPLACE**
Arnaud de Bresson
- **Direction générale du Trésor**
- **Autorité de contrôle prudentiel**
- **Direction de la législation fiscale**

Groupe 3 : Dépositaires

- **Iris Capital**
Pierre de Fouquet
- **OFI Reim**
Brigitte Sagnes
- **Perial**
Eric Cosserat
- **Boussard & Gavaudan**
François Cornu
- **Amundi**
Frederic Bompaire
- **DNCA**
Philippe de Vecchi
- **CACEIS**
Anne Landier-Juglar
- **BPSS**
Anita Metzger
- **SGSS**
Michelle Besse
- **State Street**
Raphael Remond
- **Dexia**
Philippe Legrand
- **SJ Berwin**
Nathalie Duguay
- **Direction générale du Trésor**
- **Autorité de contrôle prudentiel**

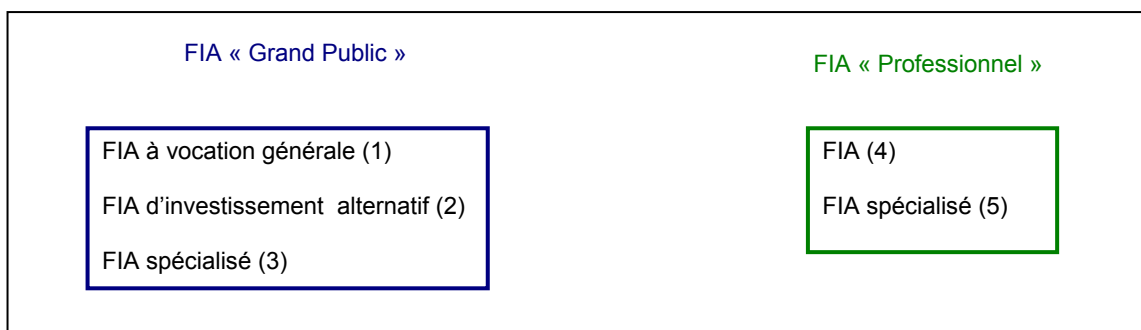
Groupe 4 : Cohérence de la réglementation

- **AXA Private Equity**
Karine Demonet
- **Viveris Reim**
Frédéric Bôl
- **Laffitte Gestion**
Arnaud Yvinec
- **Natixis AM**
Jean-Christophe Morandeau
- **Ecofi Investissements**
Christophe Couturier
- **Membre de la Commission
Consultative Epargnants**
Bernard Coupez
- **Gide Loyrette Nouel**
Stéphane Puel
- **Direction générale du Trésor**
- **Autorité de contrôle prudentiel**

Annexe 2

Option envisagée pour la rationalisation de la gamme de produits
pouvant être considérés comme des FIA au sens de la directive AIFM

Périmètre des FIA



Fonds d'investissement alternatif « grand public » :

- (1) OPCVM non coordonnés à vocation générale
- (2) ARIA Alternatif (ARIA III)
- (3) OPCI, OPCI RA SEL/SCPI, FCPR, SEF, SICAF...

Fonds d'investissement alternatif « professionnels » :

- (4) ARIA EL, contractuel, SICAF
- (5) OPCI RFA EL, FCPR contractuel, FCPR procédure allégée