

# Standardiser la gestion du passif d'OPCVM

**Les responsabilités des dépositaires et des sociétés de gestion en matière de gestion du passif sont encore mal déterminées. Afin de normaliser les pratiques actuelles, des initiatives émanant de professionnels devraient permettre de définir plus clairement le rôle de chaque acteur.**



Pierre Monteillard  
Associé  
Cabinet Eurogroup

■ Dans la comptabilité d'un OPCVM, le passif est représenté par l'ensemble des parts de l'OPCVM qui ont été créées et qui sont valorisées à la valeur liquidative. Le passif est naturellement toujours égal à l'actif, qui est lui-même constitué de l'ensemble des instruments financiers investis par l'OPCVM valorisés aux cours du jour.

La notion de « gestion du passif » est en revanche assez méconnue. Elle recouvre les fonctions permettant de traiter les instructions de souscriptions et de rachats d'OPCVM (tableau 1).

La réglementation est assez peu développée en France, de sorte que pour la plupart des OPCVM (à la différence des FCPE) la responsabilité de la gestion du passif n'est pas très clairement affectée réglementairement au dépositaire ou à la société de gestion. Celle-ci estime que cette fonction tient de la responsabilité des dépositaires. Inversement, l'interprétation prépondérante chez les dépositaires est que la gestion du passif doit être affectée par convention, et qu'il appartient en pratique au dépositaire et à la société de gestion de se partager les responsabilités, sans hiérarchie de l'un vis-à-vis de l'autre. Il serait souhaitable que l'AMF clarifie ces questions et s'attache à préciser les conditions d'exercice de ces activités, en cohérence avec les pratiques de référence à l'étranger.

Les prestations administratives relatives aux parts d'OPCVM ont une grande importance, car elles sont directement à la base de la constitution des informations qui permettent un suivi de l'activité commerciale des sociétés de gestions. Le détail des opérations de souscription, de rachat et des encours permet de suivre les ventes. Ces activités administratives sont d'ailleurs la plupart du temps imbri-

*« La situation française donne lieu à des réflexions entre société de gestion et dépositaire sur les améliorations à apporter aux processus. »*

quées avec les activités visant à suivre les opérations et les positions des clients, et à gérer le commissionnement des distributeurs.

L'organisation de la plupart des grands groupes en France est proche de la répartition décrite dans le tableau 2. Ainsi, la gestion de passif « réglementaire » en France est le plus souvent assurée par le dépositaire. À

noter toutefois que la centralisation des ordres (activités 2 et 5) est parfois prise en charge au sein des sociétés de gestion « entrepreneuriales ». La tenue du compte émetteur (activités 6, 7, 8) est quasi exclusivement assurée par les dépositaires, et devrait probablement l'être entièrement quand l'AMF s'engagera dans la révision des conditions de tenue de registre au sein des sociétés de gestion. Ces dernières, dans l'essentiel des cas en France, exercent directement les activités connexes permettant de gérer le commissionnement des distributeurs. La situation française donne lieu dans la plupart des groupes à de nombreuses réflexions entre société de gestion et dépositaire sur les améliorations à apporter aux processus :

- Mise en place de cellules de précentralisation des ordres.
- Automatisation du processus de passation d'ordres (cf. MT 502).
- Organisation de solutions permettant d'autoriser les intermédiaires financiers étrangers à passer directement leurs ordres auprès du centralisateur.
- Investissement sur les outils de suivi des opérations et des encours par client et distributeur conventionné.

Ces réflexions vont de pair avec des discussions sur la localisation pertinente de ces activités et leur rémunération.

## 1. Liste des tâches relevant de la gestion du passif

Activités	Définition et contenu
Réception centralisée des ordres	<b>Assurer</b> la réception centralisée des ordres de souscriptions et rachats émanant de l'ensemble des professionnels (distributeurs et teneurs de comptes conservateurs). En France, on appelle le plus souvent « centralisateur » l'établissement chargé d'exercer cette activité.
Annnonce des ordres au gérant	<b>Inform</b> er l'OCVM (SICAV) ou la société de gestion (FCP) du nombre de parts souscrites ou rachetées. C'est le « centralisateur » qui est chargé de cette annonce, laquelle permet au gérant d'apprécier les montants à investir ou désinvestir.
Initialisation des R/L	<b>Réaliser</b> le règlement/livraison des opérations de S/R (souscription/rachat). Ceci consiste en : <ul style="list-style-type: none"> <li>• Le règlement et la livraison des souscriptions et des rachats à la réception centralisée des S/R avec les intermédiaires teneurs de comptes des porteurs, selon les instructions du centralisateur d'ordres</li> <li>• Le règlement des S/R vers le compte espèces de l'OCVM (la Société de Gestion d'OCVM dans le cas d'un FCP) tenu par le dépositaire</li> <li>• L'information de l'OCVM des paiements effectués et reçus.</li> <li>• La comptabilisation de ces opérations (titres et espèces).</li> </ul>
Tenue du compte émetteur	<b>Assurer</b> la tenue du compte émetteur et la justification du nombre de titres en circulation Ceci consiste en : <ul style="list-style-type: none"> <li>• La création, l'annulation et la vérification du nombre de titres en circulation.</li> <li>• La tenue du compte émetteur chez Euroclear France (si l'OCVM est admis aux opérations de cet organisme).</li> <li>• L'information du dépositaire (et du valorisateur) à chaque valorisation du nombre d'actions et des montants correspondants : à la précédente VL, Souscrites, Rachetés, correspondant à la VL du jour ;</li> <li>• La certification en fin d'exercice du nombre de titres en circulation.</li> </ul>
Tenue du registre nominatif et service financier	<b>Assurer</b> la tenue du registre nominatif et le service financier de l'OCVM : <ul style="list-style-type: none"> <li>• La tenue des comptes d'actionnaires nominatifs (registre nominatif) : enregistrement de nouveaux actionnaires et radiations d'actionnaires.</li> <li>• La centralisation des opérations sur titres (OST) et le paiement des produits distribués (coupons, remboursement...)</li> <li>• La centralisation des Assemblées Générales (prestation optionnelle).</li> </ul>

### Émergence de nombreuses initiatives

Le dispositif existant en France est insatisfaisant, car il ne permet pas aux sociétés de gestion de connaître avec précision et rapidité la répartition des opérations par client et par distributeur. Ainsi, ils ne peuvent bénéficier que d'un pilotage commercial grossier au moment même où chacun d'eux attache tant d'importance au développement de son fonds de commerce vers des distributeurs tiers.

Depuis quelques années, l'émergence et la montée en puissance d'une « architecture ouverte » (multi-distribution, multi-gestion, opérations *cross-border*...) conjuguée avec le développement de la gestion et de la variété des produits, a mis en relief un certain nombre de difficultés. Les professionnels sont

unanimes pour juger que la filière « passif OPCVM » (au sens large, c'est-à-dire couvrant la centralisation et la gestion du passif, mais aussi le processus de distribution, la tenue de comptes, le re-

*« Les professionnels sont unanimes pour juger que la filière "passif OPCVM" mérite désormais un effort de normalisation. »*

gistre des porteurs et la conservation des parts d'OPCVM) mérite désormais un effort de normalisation. Au-delà de la difficulté principale relative à l'insuffisante connaissance des porteurs, un cer-

tain nombre de points de difficulté pour les professionnels doivent être relevés :

- Des pratiques d'émission peu normalisées par les sociétés de gestion (*cut-offs*, contrats de commercialisation...).
- La faible normalisation aussi des règles de rétrocession de commissions (règles de calcul des remises sur encours notamment, avec la question des seuils...).
- Une gestion encore largement manuelle du processus de passation d'ordres (et de confirmation) portant sur les OPCVM non domiciliés et les fonds étrangers.
- La faible normalisation des règles de passation d'ordres (*cut off times*, prix nets répondus, dates de valeurs et de règlement...).
- L'inexistence d'un référentiel de valeurs centralisé, à laquelle s'ajoute l'indisponibilité de certaines données de ré-

## 2. Organisation type des acteurs

Activités	Définition AMF <sup>1</sup>	Prise en charge dans l'essentiel des cas en France	Précisions/commentaires
1 – Pré-centralisation d'ordres	Non	Société de gestion	Lorsqu'elle est organisée, la pré-centralisation porte essentiellement sur les ordres issus de clients Institutionnels et/ou conventionnés.
2 - Réception centralisée des ordres	Oui	Dépositaire le plus souvent, mais aussi Société de gestion	
3 – Marquage des flux	Non	Cf. 1 et 2	Il existe des difficultés importantes pour arriver à marquer correctement des flux.
4 - Enregistrement des opérations dans une base de suivi des positions	Non	Cf. 1 et 2	Les outils sont en général partagés, mais le plus souvent ont été développés par les Sociétés de gestion. Les Dépositaires investissent à leur tour pour proposer ce type d'outils.
5 – Annonce des ordres au gérant	Oui	Dépositaire le plus souvent, mais aussi Société de gestion	Cette activité est attachée à l'activité 2
6 – Initialisation des R/L	Oui	Dépositaire	Les Sociétés de gestion ne sont pas en mesure d'effectuer des R/L.
7 – Tenue du compte émetteur	Oui	Dépositaire	Les Sociétés de gestion ne peuvent prendre en charge ces tâches que pour les OPCVM non admis en Euroclear France.
8 – Tenue du registre nominatif et service financier	Oui	Dépositaire	
9 – Ajustement de positions (cf. attestations) et calcul des rétrocessions de frais de gestion	Non	Société de gestion	
10 – Gestion des factures de rétrocessions	Non	Société de gestion	

<sup>1</sup> Définition réglementaire de la « gestion du passif ».

férence relatives aux fonds (sur la tarification et la vie des fonds notamment).

- Un faible usage en Europe de procédures de règlement contre livraison dans les livres des CSD qui cause des difficultés de trésorerie (par exemple avance du *cash*) et des risques de contrepartie importants dans la tenue de position.
- Un niveau de risque opérationnel jugé élevé.

Toutefois, cette situation non satisfaisante n'est pas spécifique à la France. À l'étranger et spécialement à Luxembourg, place de référence dans l'industrie des fonds, si la qualité du service offert par les « *Transferts Agents* » (TA) est supérieure à la France, le coût de traitement est nettement plus élevé. Conscients de ces difficultés, les professionnels s'organisent et les initiatives se multiplient. On peut ainsi citer la multiplication des offres de concentration d'ordres et de la tenue de positions de la

part de *global custodians*, les initiatives de SWIFT portant sur les OPCVM consistant à mettre au point et diffuser de nouveaux standards pour la distribution de fonds (notamment transfrontière). De nombreuses études et démarches ont été également engagées par les associations professionnelles. La FEFSI a engagé en Europe une démarche visant à favoriser la distribution transfrontière des fonds. En France, l'AFTI et l'AFG se sont associées pour engager une étude sur « la distribution et la circulation des titres en France et en Europe » visant à définir ensemble les axes d'évolution appropriés.

### Les priorités d'évolutions

Pour être en mesure d'améliorer certains procédés, les professionnels doivent se mobiliser au plan national et international sur trois priorités d'actions: la pre-

mière consiste en une révision des responsabilités des acteurs afin de constituer une information détaillée et immédiate sur les flux et les encours. Les sociétés de gestion ont besoin de disposer de davantage de détails sur le passif, mais surtout de les obtenir plus rapidement. Pour leur donner satisfaction, il est important de revoir les responsabilités des acteurs et l'architecture des processus. Il faut notifier l'établissement qui doit gérer et communiquer ce détail à la société de gestion: le teneur de compte conservateur ou le gestionnaire de passif (le TA à l'étranger). Il semble essentiel qu'une option claire soit prise, pour sortir de la situation actuelle dans laquelle le détail du passif n'est vraiment ni d'un côté ni de l'autre.

La seconde priorité est de standardiser les processus pour être en mesure d'automatiser davantage les opérations notamment transfrontières. Aux États-Unis et en Europe, le coût d'une telle

opération est supérieur à 50 euros, contre dix fois moins pour un traitement domestique. Les travaux engagés par les professionnels en collaboration avec SWIFT sont très positifs pour permettre d'automatiser les procédures de travail. Il faudra aussi alimenter et mettre à disposition un référentiel valeurs de place à dimension internationale, et harmoniser les « *markets practices* » autant que possible (les conventions de distribution, le processus de paiement des rétrocessions sur encours, les processus de passation d'ordre et de règlement/livraison...).

*« Il serait souhaitable que l'AMF s'attache à préciser les conditions d'exercice des activités, en cohérence avec les pratiques de référence à l'étranger. »*

Enfin, la sécurisation et la simplification de l'organisation des intervenants de la filière passif sont essentielles. Depuis plusieurs années, la Commission européenne est occupée à instruire le dossier « *Clearing/settlement* » qui pourrait être à l'origine d'une prochaine Directive dans le domaine des valeurs mobilières. Il est surprenant et décevant qu'il n'ait été question des OPCVM et des conditions dans lesquelles doivent cohabiter le modèle « CSD/tenue de compte » à la française (titres circulant auprès du dépositaire central - CSD), et le modèle « *registrar/TA/nominee* » à l'anglo-saxonne (titres enregistrés et circulant auprès des émetteurs). Si le modèle français est aujourd'hui isolé, et a par conséquent peu de chance de s'imposer, la montée en force du *nominee* doit inciter les professionnels des titres français à proposer une organisation compatible entre les deux modèles, qui permette aux sociétés de gestion de disposer enfin d'un service pan-européen pour tous leurs produits et tous leurs clients.

Il est à espérer que la standardisation des processus de place et la prise en compte de ces priorités permettront aux dépositaires et aux sociétés de gestion d'aboutir à leurs objectifs, et de rendre profitables les investissements massifs sur des programmes d'amélioration qu'ils engagent en ce moment dans ce domaine. ●