

Circulaire 14/587 :

Un chantier de grande envergure pour les Dépositaires d'OPCVM en préambule de nouvelles directives

La Circulaire 14/587 définit de nouvelles dispositions organisationnelles qui doivent être mises en place, en premier lieu au niveau des Dépositaires d'OPCVM établis au Luxembourg mais aussi au niveau des sociétés de gestion et des OPCVM eux-mêmes.

Auparavant la base principale de référence pour les fonctions et les obligations d'un Dépositaire se trouvait dans le chapitre E de la circulaire IML 91/75. Si cette circulaire jetait déjà les bases de l'importance de la surveillance rattachée à la notion de garde (allant ainsi au-delà de la simple fonction de conservation), elle donnait en revanche peu d'informations sur les moyens de surveillance ni sur le périmètre et l'étendue des responsabilités, en particulier en cas de délégation.

Les liquidations de plusieurs véhicules investis dans des «produits Madoff» après 2008 ont mis en évidence des déficiences dans la chaîne de valeur liée à la fonction de Dépositaire, en particulier sur des notions qui ont été intégrées a posteriori dans la directive AIFM, comme la conservation et la séparation des actifs, la surveillance régulière des intervenants externes, les conflits d'intérêt et les interventions par paliers.

La Circulaire peut donc être vue comme définissant les moyens à mettre en œuvre par les Dépositaires pour mieux assumer la responsabilité de la protection des actifs. La mise en œuvre de la Circulaire chez le Dépositaire est difficile à appréhender, cependant une approche structurée permet d'identifier de manière efficiente l'ensemble des impacts, quelles que soient les spécificités de chaque environnement.

Contenu de la Circulaire

Le schéma ci-après montre de manière synthétique les domaines couverts par la Circulaire, qui touchent les OPCVM ainsi que les intervenants externes qui lui sont liés, mais qui tombent toutefois sous la responsabilité directe du Dépositaire (parties en gris foncé dans le schéma) dans le cadre de ses obligations.

La partie II de la Circulaire sur le contrat de désignation du Dépositaire précise les domaines les plus importants, à savoir s'assurer que le Dépositaire dispose d'une vue d'ensemble sur la totalité des actifs détenus par un OPCVM, définir le Dépositaire comme le point de contact unique en cas de problèmes concernant la garde des actifs et définir les flux d'informations nécessaires.

Les «actifs» englobent ceux dont le Dépositaire assure lui-même la conservation mais aussi ceux dont la conservation est assurée par un tiers-conservateur/sous-conservateur, ceux dont la conserva-

tion est assurée par des entités en aval des tiers-conservateur/sous-conservateur dans la chaîne de conservation des actifs, et ceux qui ne font pas l'objet d'une conservation.

La relation avec les intervenants externes devient donc primordiale. C'est pourquoi le Dépositaire doit mettre en œuvre des procédures de «due diligence» documentées (afin d'assurer le même niveau de protection des actifs dans toute la chaîne de conservation), des procédures et des outils d'échange d'informations et des méthodes de rapprochement concernant toutes les transactions et les positions d'actifs avec les intervenants externes concernés.

Le Dépositaire doit de plus mettre en place les mêmes procédures d'échange d'informations et de rapprochement pour l'ensemble des intervenants externes afin d'avoir une vue d'ensemble complète et claire de tous les flux de liquidités. Il doit en effet être informé, dès le début et tout au long de ses fonctions, de toutes les données nécessaires à la comptabilisation et au rapprochement des flux ainsi que de l'ouverture de tout nouveau compte de liquidités auprès d'intervenants externes.

Des procédures écrites d'intervention par paliers entre le dépositaire et l'OPCVM doivent par ailleurs être mises en place, notamment afin d'identifier les personnes à contacter dans le cadre de cette procédure et les mesures à prendre suite à son déclenchement.

La Circulaire détaille enfin les obligations spécifiques qui sont déjà incluses dans le chapitre E de la circulaire IML 91/75.

Les principaux défis à relever

Comme expliqué ci-dessus, les impacts de la Circulaire sont transversaux, non seulement à l'intérieur du Dépositaire (entre plusieurs départements) mais aussi entre les principaux intervenants externes qui sont impliqués dans le fonctionnement des OPCVM. Les défis à relever pour la mise en œuvre de la Circulaire chez les Dépositaires d'OPCVM sont donc nombreux, mais nous en citons deux parmi les plus significatifs.

Le premier défi concerne l'approche à prendre pour se mettre en conformité avec la Circulaire. En effet pour intégrer dans l'organisation d'ici à décembre 2015 les quelque 200 points et les annexes de la Circulaire, il convient de réaliser une analyse globale des écarts entre l'organisation actuelle et l'organisation telle que la Circulaire l'exige. Compte tenu de l'aspect transversal de la Circulaire, réaliser une analyse des écarts par département ou par

fonction risque de ne pas fournir une vue globale claire des obligations des intervenants externes et d'entraîner des redondances de tâches ou de contrôles.

A titre d'exemple la ségrégation des actifs que la Circulaire impose impacte d'une part la structure des comptes chez le Dépositaire, mais aussi les relations entre celui-ci et les conservateurs/sous-conservateurs ainsi que celles avec la société de gestion. C'est pourquoi une solution peut consister à regrouper dans une matrice unique les points de la Circulaire par domaines d'intervention (tels que contrats, procédures, contrôles internes, flux d'informations...) et par entités et départements impactés (tels que société de gestion, agent de transfert, administrateur de fonds, conservateurs / sous conservateurs...). Cette matrice, qui représente l'organisation à atteindre pour la mise en conformité avec la Circulaire, peut alors servir de fil rouge pour le déroulement de l'analyse globale des écarts.

Le second défi concerne l'obligation récurrente de rester en conformité avec la Circulaire au-delà de 2015. Pour maintenir cette conformité, il faut pouvoir garder une vue d'ensemble sur les parties tierces, les contrats et procédures liés, les «due diligence», les flux d'informations sur les positions d'actifs et les contrôles à effectuer dans le cadre de la Circulaire. Tout ceci pourrait s'avérer complexe et incertain compte tenu, de nouveau, de l'aspect transversal de la Circulaire. C'est pourquoi il peut être intéressant de considérer l'utilisation d'un outil applicatif pour définir la matrice mentionnée ci-avant et centraliser en un lieu unique l'ensemble des informations liées à la fonction de Dépositaire.

Moyennant l'attribution appropriée de droits d'accès distant à cet outil, le personnel exécutant du Dépositaire et des intervenants externes peut y documenter les contrôles effectués et consulter les documents importants, alors que des personnes de la Direction et des départements de support du Dépositaire peuvent y contrôler les activités.

Banque dépositaire	OPCVM Société de gestion	Intervenants externes liés aux OPCVM	Sous / tiers conservateur	Entités en aval des sous / tiers conservateurs
Conservation <ul style="list-style-type: none">• Comptabilisation• Ségrégation• « Due diligence » et surveillance des intervenants externes liés aux OPCVM				Due diligence: assurer un niveau adéquat de conservation d'actif
				Dispositions organisationnelles à mettre en place par rapport aux actifs d'un OPCVM
				Flux d'information et droit d'instruction: transactions et positions d'actifs
				Rapprochements des actifs
Obligations du dépositaire Suivi des flux de liquidité <ul style="list-style-type: none">• Vue globale des transferts de liquidité• Identification des flux les plus importants• Surveillance des différences et rapprochements liés				
				Comptabilisation et suivi adéquat des flux des liquidités
				Mission de contrôle
Garde <ul style="list-style-type: none">• Administration courante des actifs• Conformité de vente, émission, rachat, annulation des parts• Conformité du calcul de la valeur des parts• Contrôle de conformité et Exécution des instructions• Remise des transactions dans les délais d'usage				Administration courante d'actifs
	Contrat de désignation de la dépositaire	Conflits d'intérêts	Intervention par paliers	Contrats / procédures avec entités externes

Lionel GENDARME
Partner
Grant Thornton ABAX Consulting
Financial Services
Lionel.Gendarme@lu.gt.com
www.grantthornton.lu

CPR Invest – Reactive – réactivité face aux soubresauts de marchés

Dans un monde en constante mutation, le temps et les capacités de réaction deviennent des denrées de plus en plus prisées. Les marchés financiers n'échappent évidemment pas à ce phénomène: la prise en compte, le traitement, et l'adaptation aux informations reçues continuellement sont clef.

L'urgence est devenu une norme réduisant les cycles de production/ détention et plus généralement, les cycles économiques se sont raccourcis entrainant dans leur sillage une multiplication des crises. Depuis le début des années 2000, nous avons connu trois crises majeures qui statistiquement ne devaient se produire qu'une fois tous les 100 ans.

Cette «avance statistique» au niveau des crises a logiquement entraîné un retard certain au niveau des performances des actifs risqués. Ainsi les performances des différents marchés actions sur ce nouveau millénaire peuvent apparaître bien loin des 5 à 7% par an chers à la théorie financière.

Il est donc plus que jamais nécessaire d'être actif, flexible, en un mot d'être réactif!

C'est pourquoi, dans cet univers de moins en moins prévisible qui subit les interventions exogènes des gouvernements et banques centrales, nous avons intégré à notre SICAV luxembourgeoise CPR Invest, l'expertise historique de CPR AM en allocation d'actif au travers de CPR Invest – Reactive.

L'approche CPR AM de l'allocation d'actifs s'appuie sur un modèle quantitatif de gestion du risque. Ce modèle propriétaire repose sur une approche de scénarios économiques construite et enrichie en continu depuis 1996 afin de prendre en compte les changements structurels des marchés financiers, bénéficier progressivement des nouvelles opportunités d'investissement durables et des évolutions académiques majeures. Il s'agit de combiner nos prévisions de rendements pour chaque scénario de marché identifiés et faire ressortir les convictions des gérants de CPR AM.

De manière concrète, nous anticipons aujourd'hui, dans notre scénario central, la poursuite de l'amélioration de la croissance mondiale tirée par la vigueur de l'économie américaine et aidée par des politiques monétaires expansionnistes en zone euro et au Japon. Dans ce scénario particulièrement favorable, les différents marchés actions pourraient progresser entre 2.5% aux Etats-Unis et 7.5% en Europe dans un contexte de normalisation progressive des taux d'intérêts.

En revanche, un «trop fort» redémarrage de l'économie américaine, phénomène a priori positif, pourrait engendrer, dans l'esprit des investisseurs, un risque de remontée «plus rapide» des taux d'intérêt américains par la Réserve fédérale. Cette accélération aurait des répercussions financières dommageables tant sur les marchés actions que sur les marchés de taux.

Enfin, les dissensions politiques au sein de l'Europe, qui n'ont jamais été aussi fortes, pourraient faire

douter les investisseurs d'une possible intervention de la banque centrale européenne à court terme. Ce troisième et dernier scénario verrait une forte baisse des actifs européens (uniquement) dans un univers mondial plus pacifié.

Dans cet univers de moins en moins prévisible, grandement dépendant d'actions politiques, l'approche développée dans CPR Invest- Reactive est particulièrement adaptée. En effet, la grande flexibilité géographique du fonds (couvrant l'ensemble des pays développés des Etats-Unis au Japon ainsi que les pays émergents) nous permet de privilégier des thèmes forts.

Ainsi nous favorisons, dans nos investissements, le dollar ou les actifs libellés en dollars (principalement actions) qui devraient s'apprécier contre euro quel que soit le scénario de marché retenu. En effet, la devise bénéficie à la fois de la bonne santé économique des États-Unis et d'une dynamique monétaire propice («Tapering» aux États-Unis contre «Quantitative Easing» en zone euro).

Parallèlement, nous maintenons une forte surexposition sur les actions japonaises. Absentes du portefeuille en 2012 (manque de croissance et de potentiel), nous avons fait le pari de revenir sur le pays en 2013, avec l'arrivée de Kuroda (président de la BoJ), et des Abenomics. Cependant, de bonnes prévisions macroéconomiques peuvent s'avérer être un mauvais investissement: c'est pourquoi début 2014, nous avons transformé nos positions fermes en positions optionnelles pour maîtriser le potentiel de baisse, et ne pas pénaliser nos investisseurs. La situation s'est

Conséquences – Evolutions possibles

La mise en place de la Circulaire 14/587 pourrait bien entraîner des changements dans le paysage bancaire de la Place. Certains acteurs bancaires dont l'activité de banque dépositaire ne constitue pas le cœur de métier pourraient en effet se voir contraints de revoir leurs orientations stratégiques au vu des coûts additionnels prévisibles liés aux impacts de la Circulaire qui pourraient être supérieurs aux marges actuellement réalisées. Ces acteurs pourraient dès lors décider de céder leur activité de Dépositaire à d'autres banques qui interviennent uniquement sur ce créneau.

La concentration des acteurs n'est pas le seul scénario envisageable. Du fait du rapprochement des dispositions organisationnelles applicables aux dépositaires d'OPCVM avec celles qui sont applicables aux dépositaires d'AIF qui investissent dans des instruments financiers pourrait en effet apporter des opportunités de diversification moyennant des efforts et des impacts organisationnels relativement limités.

La Circulaire 14/587 peut être vue comme définissant les moyens à mettre en œuvre par les Dépositaires pour mieux assumer la responsabilité de la protection des actifs. Les impacts de sa mise en œuvre peuvent varier selon l'environnement interne (niveaux d'automatisation et de contrôle des dépositaires d'OPCVM) et externe (le nombre et la qualité des intervenants liés).

De même les évolutions du marché pourront varier selon les écarts qui existeront entre la Circulaire et les dispositions définitives de la directive UCITS V.

Lionel GENDARME
Partner
Grant Thornton ABAX Consulting
Financial Services
Lionel.Gendarme@lu.gt.com
www.grantthornton.lu

stabilisée par la suite, ce qui nous a conduits à revenir sur des positions fermes. Nous attendions beaucoup de la réunion de BoJ au mois d'octobre: nos prévisions s'étant confirmées, nous sommes revenus massivement sur le Japon.

En effet, l'annonce du passage de 12 à 25% des investissements en actions du GPIF (fonds de pension d'Etat japonais) combinée à des déclarations plus que volontaristes de Kuroda qui ne reculera devant rien pour atteindre son objectif d'inflation de 2% (à un horizon deux ans) sont des signaux extrêmement positifs. Suite aux récentes évolutions dans les discours du président de la BCE nous avons remonté fortement notre exposition en actions de la zone euro qui pourraient bénéficier, plus tôt que prévu, d'un assouplissement monétaire d'envergure. Cette remontée de l'exposition sur les actions de la zone euro s'est faite au détriment de nos positions sur les actions américains.

Sur la partie obligataire, nous pensons que la zone euro, de par sa diversité, et les États Unis, de par leur stabilité, offrent le plus grand potentiel. Les taux allemands restent un actif de couverture qu'il ne faut pas négliger. Au global, nous privilégions les actions avec une exposition de 62% (les bornes d'exposition de CPR Invest – Reactive évoluant de 20 à 80%), avec une sensibilité en ligne avec notre indice (à 3,4, les bornes de sensibilité de CPR Invest – Reactive évoluant de 0 à 5).

CPR Invest – Reactive ne présente pas de garantie en capital et est exposé notamment aux risques actions, taux, crédit et change.