

# CONSULTATION REPPONSE AAFGG

Consultation  
AMF sur les  
dépositaires  
centraux de titres

*7 mars 2018*



**L'Association Française de la Gestion financière (AFG)** représente et défend les intérêts des professionnels de la gestion de portefeuille pour compte de tiers. Créée en 1961, elle réunit tous les acteurs du métier de la gestion d'actifs, qu'elle soit individualisée sous mandat ou collective via les Organismes de placement collectif (OPC). Ses membres sont les sociétés de gestion de portefeuille, entrepreneuriales ou filiales de groupes bancaires ou d'assurance, français et étrangers. Depuis 2009, l'AFG accueille des "membres correspondants" (79 à fin 2017) représentatifs de l'écosystème de la gestion : avocats, cabinets de conseil, SSII, fournisseurs de données, succursales.

La gestion d'actifs française représente, à fin 2017, près de 4 000 Mds € sous gestion, dont 1 950 Mds € en fonds de droit français et environ 2 050 Mds € en gestion de mandats et de fonds de droit étranger. Source de plus de 85 000 emplois dont 26 000 propres aux sociétés de gestion, elle joue un rôle essentiel dans le financement de l'économie.

L'AFG a pour mission d'informer, d'assister et de former ses adhérents. Elle leur apporte un concours permanent dans les domaines juridique, fiscal, économique, comptable et technique.

Elle anime la réflexion de la profession sur l'évolution des techniques de gestion, la recherche, et la protection et l'orientation de l'épargne.

Interlocuteur des pouvoirs publics français, européens et internationaux, l'AFG contribue activement à l'évolution de la réglementation. Elle définit les règles de déontologie de la profession et joue un rôle moteur en matière de gouvernement d'entreprise.

L'Association contribue également à la promotion et au rayonnement de la gestion française (l'une des premières au monde) auprès de l'ensemble des acteurs concernés : investisseurs, émetteurs, politiques et médias, en France et à l'international.



## CONSULTATION PUBLIQUE DE L'AMF SUR LES MODIFICATIONS A APPORTER A SON REGLEMENT GENERAL AFIN DE L'ADAPTER AU REGLEMENT EUROPEEN SUR LES DEPOSITAIRES CENTRAUX DE TITRES

L'AFG remercie l'AMF pour cette consultation publique sur les modifications à apporter à son règlement général (RGAMF) afin de l'adapter au règlement européen sur les dépositaires centraux de titres (DCT).

### **Partie 1. Article du RGAMF relatif à l'obligation d'enregistrement de l'intégralité d'une émission d'instruments financiers auprès d'un DCT**

Parmi les SGP adhérentes à l'AFG ayant participé à la réponse à la consultation, une seule a exprimé une opinion discordante qui est rapportée en fin de section. Toutes les autres SGP fondent leur réponse sur leur volonté d'utiliser la plateforme IZNES (IZNES) pour émettre des parts d'OPC à leurs investisseurs. Il convient de préciser qu'IZNES n'a pas vocation à devenir un DCT.

Pour les parts d'OPC qui seraient entièrement émises en IZNES, aucune articulation avec un DCT n'est nécessaire. En revanche, pour les parts d'OPC qui émises en IZNES et, en parallèle, auprès d'un DCT (par exemple Euroclear France), l'articulation efficace et neutre entre les deux canaux d'émission est un facteur crucial de level playing field et d'efficacité opérationnelle.

Les éléments détaillés ci-après visent à atteindre un tel objectif. Ils s'inspirent directement selon ces adhérents du droit européen consacré par le règlement CSD n°909/2014 du 23 juillet 2014 (règlement CSD) et ses textes d'application.

L'article 37(1) du règlement CSD prévoit que « *Le DCT prend les mesures de rapprochement comptable appropriées afin de vérifier que le nombre de titres qui composent une émission ou une partie d'émission qui lui est confiée est égal à la somme des titres enregistrés sur les comptes de titres des participants au système de règlement de titres qu'il exploite et, le cas échéant, sur les comptes de titulaires qu'il tient.* » (nous soulignons).

Cette disposition permet de s'assurer de l'intégrité des titres émis dans le DCT, autrement dit qu'il n'y ait pas d'inflation (ou de déflation) de titres au sein du DCT.

Elle prévoit logiquement, dans le cas des émissions qui ne seraient que partiellement confiées au DCT, que cette obligation incombant au DCT ne s'applique qu'à la partie de l'émission qui lui est effectivement confiée.

Ainsi, elle ne fait pas du DCT le garant de l'intégrité de l'ensemble des émissions dont une fraction, fût-elle minime, y est déposée, contrairement à ce que semble indiquer le

1° de l'article 550-1 actuel du RGAMF qui dispose que le DCT enregistre « dans un compte spécifique l'intégralité des instruments financiers composant chaque émission admise à ses opérations. » (nous soulignons).

**Ces adhérents de l'AFG considèrent donc que le droit européen n'octroie nullement à un DCT le monopole de l'enregistrement de l'intégralité d'une émission qui ne serait effectuée que partiellement dans ce DCT. S'aligner sur cette approche est un enjeu fort de compétitivité de la place de Paris :** tant que le monopole prévu par l'article 550-1 actuel du RGAMF perdure, Euroclear France sera libre d'imposer un certain nombre de contraintes aux plateformes, comme IZNES, et de freiner ou contrôler leur développement (par exemple en obligeant IZNES à transmettre à Euroclear via un affilié Euroclear toutes les transactions conclues sur la plateforme).

Logiquement, le droit européen prévoit spécifiquement certaines exigences de réconciliation dans le cas où une émission serait enregistrée dans son intégralité chez une entité autre que le DCT (par ex. un agent de transfert ou la société de gestion). Ainsi, l'article 37(2) du règlement CSD prévoit que « si d'autres entités, par exemple, l'émetteur, un teneur de registre, un agent d'émission, un agent de transfert, un dépositaire commun, un autre DCT ou une autre entité, participent au processus de rapprochement comptable pour une émission donnée, le DCT et toute autre entité concernée conviennent de mesures adéquates de coopération et d'échange d'informations afin de maintenir l'intégrité de l'émission ».

En application de cet article 37(2) du règlement CSD, les articles 61 à 63 du règlement délégué 2017/392 du 11 novembre 2016 fixent des exigences détaillées en matière de rapprochement entre le DCT et les autres entités concernées. Une lecture attentive de ces articles montre cependant qu'ils concernent (notamment les articles 61 et 62) les titres qui feraient l'objet d'un enregistrement à la fois par le DCT et par une autre entité, et non ceux uniquement enregistrés uniquement par cette autre entité.

**Ces adhérents souhaitent ainsi rendre possible l'enregistrement de l'intégralité de l'émission (tenue de compte-émission) soit par eux-mêmes, soit par IZNES, sans se reposer sur Euroclear.** Le RGAMF (articles 411-71 et 422-49) consacre déjà cette fonction régulée de tenue de compte-émission, qui peut être exercée par la SGP ou un PSI. La responsabilité de s'assurer que l'intégralité de l'émission est bien enregistrée relève de cette fonction, et pas du DCT.

Deux cas de figure sont envisageables :

Cas n°1 : IZNES effectue la tenue de compte-émission, une partie des titres est tenue via IZNES (comme mandataire de la SGP), l'autre partie via Euroclear France. L'article 62 du règlement délégué 2017/392 du 11 novembre 2016 est applicable et IZNES / Euroclear France doivent effectuer des rapprochements sur la partie de l'émission admise aux opérations d'Euroclear France.

Cas n°2 : la SGP effectue elle-même la tenue de compte-émission, une partie des titres est tenue par la SGP (utilisant IZNES comme plateforme technique), l'autre partie via Euroclear France. L'article 62 du règlement délégué 2017/392 du 11 novembre 2016 est également applicable et la SGP / Euroclear France doivent effectuer des rapprochements sur la partie de l'émission admise aux opérations d'Euroclear France.

En conséquence, la proposition, en annexe, vise à ajuster strictement le droit français sur le droit européen : le RGAMF prévoirait simplement que le DCT n'enregistre que les instruments financiers effectivement émis dans ses livres et l'article 62 du règlement délégué 2017/392 du 11 novembre 2016, directement applicable en France, fixerait les

exigences applicables aux rapprochements entre le DCT et des plateformes comme IZNES ou, le cas échéant, les SGP.

**Enfin, ces adhérents souhaitent attirer l'attention de l'AMF sur la nécessité de prévoir un mécanisme simple de transfert de parts détenues au porteur via Euroclear France vers IZNES (et vice-versa).** Les investisseurs finaux sont déjà habitués à effectuer des transferts de parts d'un teneur de compte-conservateur à un autre (par exemple, s'agissant des investisseurs institutionnels, dans le cadre des appels d'offre réguliers qu'ils effectuent pour sélectionner leur TCC). Cependant, ces transferts n'impliquent pas aujourd'hui Euroclear France. En cas de transfert d'un TCC adhérent d'Euroclear France vers IZNES, les transferts de parts vers IZNES devraient se traduire par une radiation complète des parts des livres d'Euroclear. Il faudrait que le DCT / CSD mettent en place des dispositions permettant un tel transfert, facilitant ainsi la mobilité des investisseurs vers la solution de leur choix. **Il est évidemment essentiel que de telles opérations puissent s'effectuer sans impact fiscal et ne soient pas considérées comme un rachat suivi d'une souscription.**

Il convient de signaler la position contraire d'une SGP importante qui considère que la remise en cause de l'exigence d'enregistrement de l'ensemble des titres d'une émission auprès d'un DCT qui prévaut en droit français dépasse le cadre de la présente consultation et relève d'une modification législative. En outre, elle s'inquiète de toute précipitation : si un changement devait être envisagé, il faudrait procéder au préalable à un examen approfondi des conséquences, notamment sur la solidité et la sécurité du droit des titres en France.

## Partie 2. Commentaires sur certaines propositions de rédaction du RGAMF faites par l'AMF

- L'intitulé du futur titre 5 : « Dépositaires centraux et systèmes de règlement-livraison d'instruments financiers » apparaît comme trompeur. En effet si, au sein de ce titre, un premier chapitre traite des DCT, on s'attendrait qu'un second chapitre traite des systèmes de règlement-livraison d'instruments financiers (SRLIF). Or, il n'en est rien, même si les dispositions concernant les SRLIF gérés par un DCT sont développées dans la deuxième sous-section de la section 4 du chapitre 1 du titre 5 comportant un seul article : le futur article 550-8.
- La terminologie actuelle de « dépositaire central d'instruments financiers » est remplacée par celle de « dépositaire central » dans les nouveaux titres et articles du RGAMF. Pourquoi ne pas reprendre la terminologie actuelle ou celle du règlement CSD (dépositaire central de titres) ?
- L'AMF semble acter la disparition de la notion d'adhésion au profit de celle d'accès aux services d'un DCT. Cependant, les termes d'« adhésion » (futur article 550-7) et d'« adhérent » (futur article 550-10) continuent à apparaître. Nous recommandons de les remplacer.
- Le futur article 570-2 du RGAMF fait référence à « un délai fixé par les règles de la chambre de compensation ou du système de règlement et de livraison ». Notre interrogation porte sur l'intérêt de mentionner les chambres de compensation qui, comme les DCT, peuvent gérer un SRLIF. Ce sont bien les règles du SRLIF qui s'imposent et peu importe qu'il soit géré par une chambre de compensation ou un DCT. Nous suggérons de supprimer la référence à la chambre de compensation dans la phrase susmentionnée.

## ANNEXE

Proposition AMF	Proposition de modification
<p>Article 550-2</p> <p>Les règles de fonctionnement du dépositaire central définissent notamment :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- son organisation générale, notamment les caractéristiques des systèmes de règlement et de livraison et les conditions dans lesquelles le dépositaire central fournit ses services ;</li> <li>- les conditions d'accès et d'ouverture des comptes des émetteurs, des infrastructures de marché ou d'autres personnes morales auxquelles le dépositaire central offre des services ;</li> <li>- les catégories d'instruments financiers admis à ses opérations en précisant, pour chaque catégorie, les modalités de conservation des instruments concernés, ainsi que leurs conditions de radiation ;</li> <li>- les modalités d'enregistrement dans un compte spécifique de l'intégralité des instruments financiers composant chaque émission pour lequel le DCT effectue l'enregistrement initial de titres dans un système d'inscription en compte,</li> </ul> <p>[...]</p>	<p>Article 550-2</p> <p>Les règles de fonctionnement du dépositaire central définissent notamment :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- son organisation générale, notamment les caractéristiques des systèmes de règlement et de livraison et les conditions dans lesquelles le dépositaire central fournit ses services ;</li> <li>- les conditions d'accès et d'ouverture des comptes des émetteurs, des infrastructures de marché ou d'autres personnes morales auxquelles le dépositaire central offre des services ;</li> <li>- les catégories d'instruments financiers admis à ses opérations en précisant, pour chaque catégorie, les modalités de conservation des instruments concernés, ainsi que leurs conditions de radiation ;</li> <li>- les modalités d'enregistrement dans un compte spécifique <del>de l'intégralité</del> des instruments financiers <del>composant chaque</del> <b>émission</b> pour lesquels le DCT effectue l'enregistrement initial de titres dans un système d'inscription en compte,</li> <li>- <b>les modalités selon lesquelles des titres financiers enregistrés dans le DCT sont transférés hors du DCT, lorsque celui-ci ne tient pas l'enregistrement de l'intégralité d'une émission, sans impact fiscal.</b></li> </ul> <p>[...]</p>