



DECEMBRE 2019

SYNTHESE DES CONTROLES SPOT

OPERATIONS DE FINANCEMENT SUR TITRES PAR LES SOCIETES DE GESTION

amf-france.org

AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS



INTRODUCTION

Dans le cadre de sa stratégie Supervision#2022, l'AMF mène des contrôles courts et thématiques intitulés « SPOT » (Supervision des Pratiques Opérationnelle et Thématique) et communique les enseignements tirés de ces exercices. Ce document constitue la synthèse des contrôles SPOT portant sur les opérations de financement sur titres (« OFT »), en matière d'organisation, de mise en œuvre par les fonds, de contrôles y afférents et d'informations fournies aux investisseurs des sociétés de gestion de portefeuille (« SGP »).

Le choix de cette thématique fait écho à la fois à (i) l'entrée en vigueur du règlement européen 2015/2365 (ci-après « règlement SFTR ») à compter du 12 janvier 2016¹, et (ii) aux contrôles passés ou en cours qui soulevaient par ailleurs différentes questions (cf. *infra*).

La présente note a pour objet de restituer une synthèse des contrôles SPOT « OFT » et d'apporter un éclairage sur les pratiques des SGP en la matière, sur les difficultés qu'elles rencontrent et sur les voies d'accompagnement.

Ce document, qui ne constitue ni une position, ni une recommandation, ne saurait introduire d'éléments de doctrine.

1 PERIMETRE ET DEROULEMENT DES MISSIONS

Le premier considérant du règlement SFTR rappelle que la crise financière mondiale de 2007-2008 a mis en lumière la nécessité d'améliorer la transparence et le suivi non seulement dans le secteur bancaire traditionnel, mais aussi dans les secteurs où se déroulent des activités de crédit non bancaires, le « système bancaire parallèle » ; les OFT en sont une illustration. Lors de cette crise financière, elles ont été source de contagion et identifiées comme étant procycliques.

Publié en décembre 2015, le règlement SFTR répond ainsi à cette nécessité de renforcer la transparence des OFT de façon à permettre aux autorités de régulation et de surveillance, ainsi qu'aux investisseurs, d'évaluer et de surveiller correctement les risques liés à ces opérations et le niveau d'interconnexion dans le système financier. Il instaurait, pour les OPCVM et les FIA, trois nouveaux types d'obligations :

- une obligation de déclaration des OFT auprès de référentiels centraux de données (à compter du 12 octobre 2020) ;
- une obligation de publication d'informations complémentaires sur le recours aux OFT dans les prospectus et les rapports annuels des OPCVM et FIA ainsi que dans les rapports semestriels pour les OPCVM (à compter du 13 janvier 2017 pour les rapports périodiques et du 13 juillet 2017 pour les documents précontractuels) ;
- un encadrement de la réutilisation des instruments financiers remis en collatéral (à compter du 13 juillet 2016).

Depuis cette entrée en vigueur et avant 2018, la Direction des contrôles de l'AMF a conduit plusieurs contrôles classiques de SGP visant particulièrement les OFT. Ces opérations peuvent être soit réalisées directement par la SGP, soit déléguées à une autre SGP, soit confiées à un prestataire qui interpose ou non son compte-propre (prestataire agissant en mode principal ou prestataire agissant en mode agent²).

Les contrôles ont principalement soulevé des problématiques (i) de partage de rémunération entre le prestataire et le fonds, (ii) d'information des investisseurs sur les conflits d'intérêts potentiels, notamment dans le cadre des relations groupe, et (iii) de meilleure exécution.

¹ Une *peer review* a été initiée en novembre 2017 par l'European Securities and Markets Authority (ci-après « ESMA ») sur les techniques de gestion efficaces de portefeuilles, dont les résultats ont été publiés le 30 juillet 2018 avec un satisfecit pour l'AMF.

² Pour une meilleure lisibilité la terminologie utilisée par la Commission des sanctions dans sa décision du 25 septembre 2019 a été employée.

A l'aune de ces constats, il est apparu opportun de faire du thème OFT une priorité de supervision en 2018 et, par voie de conséquence, de continuer à déployer ce thème dans le cadre de contrôles classiques mais également d'utiliser le format de contrôle SPOT, afin :

- d'affiner la compréhension du cadre d'utilisation des OFT et notamment les différents schémas faisant intervenir des prestataires externes ;
- de contrôler la prise en compte des spécificités de ces opérations dans les dispositifs de gestion des risques et de gestion des conflits d'intérêts ;
- de vérifier le respect des obligations instaurées par le règlement SFTR en matière de transparence.

Ces contrôles sur les OFT des SGP, menés en 2018, ont été réalisés conjointement dans cinq SGP. Les vérifications ont porté sur la période 2015-2017 et ont permis d'examiner :

- le dispositif de meilleure exécution ou de meilleure sélection
- le dispositif de gestion des conflits d'intérêts
- le dispositif de gestion des risques et du collatéral
- la rémunération et l'impact des actifs remis en garantie sur le niveau des loyers pratiqués
- le respect des obligations en matière d'information et de transparence à l'égard des porteurs.

Ils ont donné lieu à des lettres de suites comportant des demandes de remédiation aux points de non-conformité relevés.

La présente note a pour objet de restituer une synthèse des contrôles SPOT OFT et d'apporter un éclairage sur les pratiques des SGP en la matière, sur les difficultés qu'elles rencontrent et sur les voies possibles d'accompagnement.

Remarque importante

Les OFT visent à améliorer la performance des fonds dans des proportions variables après rémunération, selon le cas, de la SGP, du dépositaire et du prestataire (quelques points de base en général).

Les opérations d'acquisition temporaire de titres permettent en règle générale, lorsqu'elles sont réalisées contre du collatéral espèces, de constituer une alternative aux supports de placement court terme de trésorerie. Ces opérations sont généralement effectuées par les SGP elles-mêmes.

Au regard de la faiblesse des revenus qu'elles procurent, ces opérations sont sensibles à leur environnement réglementaire et notamment à son coût, dans un contexte de renforcement des obligations d'information *a priori* et périodique, des obligations déclaratives (référentiels centraux, contreparties en cas de réutilisation des titres) et de remise en cause des opérations sur dividendes qui sont les plus lucratives (cf. infra). Lorsqu'une SGP recourt à un prestataire, elle choisit souvent le dépositaire de ses fonds pour capitaliser sur le partage des systèmes d'information en place.

L'AMF privilégie dans cette synthèse une approche pragmatique permettant de faire bénéficier les fonds de rémunérations complémentaires tout en assurant la protection des investisseurs.

RÉSUMÉ DES PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS DES MISSIONS

- **Constats sur le respect de la réglementation**
- **Bonnes pratiques et mauvaises pratiques**
- ↗ **Rappel de la réglementation applicable**

S'AGISSANT DE L'ORGANISATION ET DES MODALITÉS OPERATIONNELLES DES OPERATIONS DE FINANCEMENT SUR TITRES

□ **Constats**

Parmi les SGP contrôlées, 2 réalisent elles-mêmes leurs OFT (via leurs gérants ou des équipes spécifiques), tandis que 3 autres ont recours à un ou plusieurs prestataires agissant en mode principal pour tout ou partie de leurs opérations.

Les OFT sont organisées autour de conventions définissant les droits et obligations des contreparties et le cas, échéant, les relations avec le prestataire (notamment les titres admissibles, la conclusion des opérations, la cession et la rétrocession des titres, l'appel et la gestion des marges, la résiliation des opérations et leur rémunération, etc.).

Cependant, une SGP a la particularité de réaliser certaines de ses opérations avec une banque de son groupe, sans que cette relation d'affaires n'ait fait l'objet de contractualisation.

Le 25 septembre 2019, la Commission des sanctions de l'AMF a rappelé à l'égard d'un PSI auquel avait été confiée la réalisation des OFT pour le compte de fonds (opérations réalisées en interposant son compte propre entre les fonds et la contrepartie) que : « *la réalisation, par un prestataire de services d'investissements, d'opération pour compte propre avec des clients emporte, à l'égard de ces clients, les mêmes effets que la fourniture du service d'exécution d'ordres pour compte de tiers et entraîne, par suite, l'application au prestataire concerné des règles de bonne conduite énoncées par la directive précitée du 10 août 2006* ». Par conséquent lorsque le prestataire est PSI, il est tenu aux obligations de meilleure exécution issues de la directive MIF et la société de gestion ayant confié ses OFT est tenue à une obligation de meilleure sélection et de contrôle.

La mission a relevé l'absence, dans la documentation contractuelle liant les SGP contrôlées à leur prestataire PSI, de précisions quant aux informations fournies par celui-ci leur permettant de s'assurer de la meilleure sélection.

Dans un cas, le prestataire est une entité US (et non un PSI soumis aux obligations de meilleure exécution). Pourtant, la SGP n'a pas vérifié si ce prestataire dispose « *de mécanismes d'exécution des ordres qui permettent à la société de gestion de portefeuille de se conformer à ses obligations au titre du présent article lorsqu'elle transmet des ordres à cette entité pour exécution* » (IV de l'article 321-114 du RG AMF pour les OPCVM ; voir également l'article 28 du Règlement Délégué (UE) N° 231/2013 pour les FIA – « *Le gestionnaire ne conclut d'accords d'exécution que si de tels accords sont conformes aux obligations prévues par le présent article.* »).

Il convient de relever que la position-recommandation 2012-19 (« **Guide d'élaboration du programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille** ») prévoit que « *la société de gestion de portefeuille décrit dans son programme d'activité (...) le processus de sélection du prestataire, la qualification juridique de la prestation assurée par le prestataire ainsi que les modalités d'échange d'informations entre la société de gestion de portefeuille et le prestataire sélectionné* ». Cette position-recommandation 2012-19 distingue ainsi « *la délégation de gestion* » de l'instruction quotidienne donnée à un prestataire pour exécuter/transmettre des OFT pour le compte de la SGP agissant au nom et pour le compte des fonds.

Rappel de la réglementation applicable et action de l'AMF

- Il convient d'insister sur la nécessaire contractualisation des OFT³ et, en particulier la vérification des conditions permettant à la SGP de respecter ses obligations de meilleure exécution/meilleure sélection, *a fortiori* lorsqu'elle recourt à un prestataire qui ne serait pas PSI⁴.
- Pour mieux accompagner les SGP dans leurs réflexions sur les OFT, l'AMF envisage de compléter le guide d'élaboration du programme d'activité (position-recommandation 2012-19) afin d'illustrer le formalisme des échanges entre SGP et prestataires tel qu'exigé dans cette position-recommandation au regard du service défini. En particulier, le contenu de l'instruction quotidienne de la SGP au prestataire doit permettre à la SGP de prévenir tout risque d'infraction aux contraintes d'investissement du fonds et à la réglementation (les SGP doivent notamment mettre en application le nouvel article 119 bis A du code général des impôts entré en vigueur le 1^{er} juillet 2019 visant à empêcher de tirer parti d'une différence de fiscalité des détachements de dividendes entre prêteurs et emprunteurs de titres, cf. *infra*).

Bonne pratique

- Lors de la sélection d'un prestataire, le recours à un PSI régulé au sein de l'UE et fournissant un service d'investissement dans le cadre de la réalisation des OFT est une bonne pratique dans la mesure où ce dernier est tenu de mettre en œuvre des politiques de gestion des conflits d'intérêts et de meilleure exécution, ainsi que les contrôles y afférents, dans un cadre normé et sous la supervision d'une autorité de régulation.

Mauvaise pratique

- Constitue une mauvaise pratique le fait de ne pas identifier dans la documentation contractuelle liant la SGP et le prestataire (i) les obligations et moyens du prestataire afin de vérifier la meilleure exécution dans l'hypothèse où ce prestataire n'est pas un PSI régulé au sein de l'UE, (ii) le niveau d'information que le prestataire doit fournir pour permettre à la SGP de contrôler cette prestation (cf. *infra* également sur le dispositif de meilleure exécution).

S'AGISSANT DE L'IDENTIFICATION ET DE LA GESTION DES CONFLITS D'INTERETS

□ Constats

Les cinq SGP contrôlées sont dotées d'une procédure et d'un registre des conflits d'intérêts. Cependant, ces documents ne font pas mention des OFT qui sont pourtant génératrices de conflits d'intérêts potentiels. En effet, un conflit d'intérêts peut exister entre deux fonds détenant les mêmes titres (répartition des prêts entre les fonds ou répartition du collatéral). Par ailleurs, le fait que 2 SGP aient, pour une partie de leurs opérations, recours à des sociétés appartenant à leurs groupes constitue également une situation de conflit d'intérêts potentielle.

Les SGP recourant à un prestataire (agissant en mode agent ou en mode principal) ont mis en avant l'utilisation par celui-ci d'un algorithme permettant une répartition proportionnelle des titres au regard de leur détention dans les fonds. Un prestataire agissant en mode principal a également mis en place un algorithme permettant d'apparier l'opération faite par le fonds avec l'opération « miroir » qu'il réalise en couverture avec une contrepartie de marché.

Rappel de la réglementation applicable

- La SGP, qui recourt à des prestataires pour la réalisation des OFT, doit veiller à la gestion des conflits d'intérêts potentiels dans le cadre de la gestion des fonds en lien avec l'organisation qu'elle a choisie⁵.

³ Dispositions des articles R. 214-18 et R. 214-32-27 du CMF.

⁴ IV de l'article 321-114 du RG AMF (OPCVM) et article 28 du Règlement Délégué (UE) N° 231/2013 (FIA).

⁵ Article L. 533-10 I 3° du code monétaire et financier.

Bonne pratique

- Il convient de souligner la bonne pratique qui consiste à recourir à un prestataire qui utilise un algorithme permettant une répartition proportionnelle des titres au regard de leur détention dans les fonds. De même, un accord entre la SGP et son prestataire sur l'algorithme de répartition des prêts de titres entre fonds par la SGP est de nature à permettre la gestion des conflits d'intérêts potentiels entre les fonds.

Remarque : ces pratiques sont aussi vertueuses en matière de meilleure exécution (cf. *infra*).

S'AGISSANT DU DISPOSITIF DE GESTION DES RISQUES

□ Constats

Toutes les SGP contrôlées disposent d'une procédure de gestion des risques prévoyant, le cas échéant, le dénouement des OFT. Cette procédure est partielle dans un cas car elle ne couvre pas totalement les opérations réalisées avec le groupe. En outre, toutes les SGP contrôlées ont mis en place un dispositif d'échange de collatéral satisfaisant. Il convient de souligner la qualité des dispositifs de contrôle examinés. Dans un cas cependant, s'agissant des opérations avec le groupe, le collatéral n'est pas réajusté en cours de vie des opérations en fonction de l'évolution de la valeur de marché des titres prêtés ou transférés en garantie.

Dans un cas, les contrôles de second niveau n'étaient pas tracés. La mission a également constaté que qu'une SGP vérifiait dans le cadre de son contrôle de second niveau le partage des loyers entre prestataire et SGP et qu'elle avait relevé quelques erreurs qui avaient pu être corrigées.

Mauvaise pratique

- Ne pas mettre en place un contrôle du respect du partage contractuel des rémunérations entre les fonds, le prestataire et la SGP⁶ constitue une mauvaise pratique.

S'AGISSANT DU DISPOSITIF DE MEILLEURE EXECUTION ET DE MEILLEURE SELECTION

□ Constats

Les cinq SGP contrôlées par l'AMF ont toutes mis en place des procédures pour organiser la meilleure exécution de leurs opérations ou la meilleure sélection des prestataires à qui sont confiés les ordres issus de leurs décisions de gestion. En revanche pour quatre SGP sur cinq, ces procédures ne mentionnent pas l'activité de financement sur titres alors que les spécificités de celle-ci justifient des mesures d'encadrement particulières. Pour la cinquième, elle était peu opérationnelle.

➤ Plus spécifiquement, s'agissant du contrôle des rémunérations de ces opérations (loyer)

Une SGP, pour ses opérations de pension, se reposait sur une mise en concurrence peu opérationnelle entre contreparties car elle ne posait pas de condition sur la qualité des contreparties à interroger. Dans les faits, une seule et même contrepartie répondait sur les 3 interrogées. Le dispositif de cette SGP a été adapté en conséquence.

La mission de contrôle a également constaté que les trois SGP confiant la réalisation de leurs opérations en partie ou en totalité à un prestataire ne recevaient pas de ce dernier des informations claires leur permettant d'apprécier les conditions dans lesquelles leurs OFT étaient exécutées ni le taux d'utilisation des titres éligibles à un prêt.

➤ S'agissant du contrôle des coûts de ces opérations

Les coûts sont notamment constitués des rémunérations du prestataire et du dépositaire. Or, ces différentes rémunérations ne font pas l'objet d'un examen ni d'une justification par la SGP.

⁶ Articles 321-23 IV, 321-31 I, 321-80 et 321-81 du RGAMF du règlement général de l'AMF (OPCVM) et articles 61.2 et 57.1 (c) 41 et 45 du règlement délégué 231/2013 pour les FIA.

Rappel de la réglementation applicable et action de l'AMF

- Il convient de rappeler (i) la nécessité de veiller à ce que les politiques de meilleure exécution et les procédures intègrent les OFT⁷, (ii) la nécessité de réaliser des contrôles de second niveau⁸ relatifs à la meilleure exécution ou la meilleure sélection couvrant l'activité de financement sur titres.
- L'AMF réfléchira à l'enrichissement de ses positions recommandations afin de guider les SGP en matière de meilleure exécution pour les OFT, qui comportent de nombreuses particularités et qui requièrent, de la part des prestataires, des moyens opérationnels importants et onéreux. L'importance de la gestion du collatéral dans l'appréciation de l'exécution ou de la qualité du reporting sera en particulier précisée.

Mauvaises pratiques

- Il convient de signaler les mauvaises pratiques qui consistent, pour une SGP, à ne pas s'enquérir, notamment avant la signature du contrat avec le prestataire, (i) des modalités de formation des prix, (ii) des modalités de répartition des opérations entre les clients du prestataire, (iii) de l'existence éventuelle d'un mécanisme d'appariement en cas d'interposition du compte propre du prestataire permettant d'établir une correspondance entre ses transactions et celles de son prestataire qui a mis en concurrence les contreparties de marchés, et (iv) de la qualité des reportings qui seront fournis par le prestataire, celui-ci pouvant, s'il est de qualité, asseoir le contrôle de meilleure exécution.

S'AGISSANT DE L'INFORMATION ET DE LA TRANSPARENCE A L'EGARD DES PORTEURS

□ Constats

La mission de contrôle a relevé une bonne information des porteurs dans les prospectus et rapports annuels des fonds, hormis une SGP pour laquelle ces informations étaient manquantes dans les rapports annuels de deux fonds. Par ailleurs, 2 SGP ne publiaient pas dans leurs rapports annuels les informations requises par l'annexe du règlement SFTR au sujet de l'absence de réutilisation des garanties.

Rappel de la réglementation applicable

- Il convient de rappeler l'obligation de mentionner dans les prospectus et les rapports annuels des fonds concernés (ainsi que dans les rapports semestriels s'agissant des OPCVM) les informations mentionnées en annexe du règlement SFTR, y compris sur la réutilisation des garanties⁹.

⁷ Article L. 533-22-2 du code monétaire et financier : « Dans le cadre de la gestion de placements collectifs, les sociétés de gestion de portefeuille prennent toutes les mesures raisonnables pour obtenir, lors de l'exécution des ordres, le meilleur résultat possible compte tenu du prix, du coût, de la rapidité, de la probabilité d'exécution et du règlement, de la taille, de la nature de l'ordre ou de toutes autres considérations relatives à l'exécution de l'ordre. »

⁸ Articles 321-23 IV et 321-31 I du règlement général de l'AMF (OPCVM) et articles 61.2 et 57.1 (c) du règlement délégué UE n°231/2013 (FIA).

⁹ Annexe (sections A et B) du règlement SFTR.

NOTE DETAILLEE

2 RAPPEL DE LA REGLEMENTATION APPLICABLE AUX OPERATIONS DE FINANCEMENT SUR TITRES

Les OFT sont des techniques et instruments pouvant être utilisés aux fins d'une gestion efficace du portefeuille (cf. définition *infra*). L'article R. 214-18 du code monétaire et financier¹⁰ (OPCVM) a transposé l'article 51 de la directive OPCVM (2009/65/CE) et l'article 11 de la directive sur les actifs éligibles (2007/16/CE) traite de ces techniques. Il vise principalement les opérations d'acquisition et de cession temporaires de titres, lesquelles doivent être utilisées afin de réduire les risques ou les coûts des OPCVM ou générer des revenus supplémentaires. S'agissant des FIA, des dispositions similaires sont prévues à l'article R. 214-32-27 du code monétaire et financier.

En décembre 2012, les obligations professionnelles des SGP relatives au recours aux OFT ont été précisées lors de la mise en œuvre des orientations de l'ESMA sur les techniques de gestion efficace de portefeuille des OPCVM¹¹. L'AMF applique l'ensemble de ces orientations (cf. position AMF n°2013-06 sur les fonds cotés et autres questions liées aux OPCVM). Ces orientations précisent de nombreux principes notamment en matière de partage des revenus, de gestion des risques ou d'informations à communiquer aux porteurs.

Enfin, le règlement SFTR de 2015 a renforcé les obligations d'informations des SGP vis-à-vis des porteurs des OPCVM et FIA qu'elles gèrent. Ce règlement élargit le périmètre des opérations concernées. Ainsi, toutes les opérations dites de « *financement sur titres* » sont désormais couvertes, que ce soient les pensions (prises en pension et mises en pension) ou le prêt/emprunt de titres dont l'article 3 du règlement est venu préciser les définitions. De même, les dispositions du règlement SFTR s'appliquent aux OPCVM et aux FIA.

Les principaux textes applicables aux SGP en matière d'opérations de financement sur titres sont les suivants.

✓ **S'agissant de la meilleure sélection / exécution :**

- a) Article L. 533-22-2-2 du code monétaire et financier ;
- b) Articles 27 et 28 du règlement délégué UE n°231/2013 du 19 décembre 2012 pour la gestion de FIA ;
- c) Articles 321-110 à 321-115 du règlement général de l'AMF pour la gestion d'OPCVM ;
- d) Considérant 103 du règlement délégué (UE) n°2017/565 de la Commission du 25 avril 2016 ;

✓ **S'agissant de la mise en œuvre d'une politique en matière de conflits d'intérêts :**

- e) Article L. 533-10 I 3° du code monétaire et financier ;
- f) Articles 30, 31, 33 à 36 du règlement délégué UE n°231/2013 du 19 décembre 2012 pour la gestion de FIA ;
- g) Articles 318-13 (FIA) et 321-46, 321-48 à 321-51 (OPCVM) du règlement général de l'AMF.

¹⁰ « I. – Un OPCVM peut recourir aux techniques et aux instruments qui portent sur des titres financiers éligibles et des instruments du marché monétaire, et notamment à des opérations de pension, à des opérations assimilées d'acquisition ou de cession temporaire de titres, pour autant que ces techniques et ces instruments soient employés aux fins d'une gestion efficace du portefeuille. En aucun cas, ces techniques et instruments n'amènent l'OPCVM à s'écarter de ses objectifs d'investissement tels qu'exposés dans le règlement du fonds, les statuts de la SICAV, ou dans le prospectus de l'OPCVM. II. – Les techniques et instruments mentionnés au I satisfont aux critères suivants :

1° Ils sont économiquement appropriés, en ce sens que leur mise en œuvre est rentable ;
2° Ils sont utilisés en vue d'atteindre un ou plusieurs des objectifs suivants : a) Réduction des risques ; b) Réduction des coûts ; c) Création de capital ou de revenus supplémentaires pour l'OPCVM ;
3° Les risques qu'ils comportent sont pris en considération de manière appropriée par le processus de gestion des risques de l'OPCVM (...).

¹¹ ESMA/2014/937, "Guidelines for competent authorities and UCITS management companies – Guidelines on ETFs and other UCITS issues", 01/08/2014. Ces obligations ne s'appliquent pas aux FIA.

- ✓ **S'agissant de la conservation d'un enregistrement pendant 5 ans minimum après la cessation des opérations :**
 - h) Article 4.4 du règlement UE n°2015/2365 du 25 novembre 2015 (dit « règlement SFTR ») ;
- ✓ **S'agissant de la transparence à l'égard des porteurs dans les prospectus et les rapports annuels des fonds (ainsi que dans les rapports semestriels s'agissant des OPCVM) :**
 - i) Articles 13 et 14, et Annexe du règlement SFTR ;
- ✓ **S'agissant de la réutilisation des actifs reçus en garantie - hors cash :**
 - j) Article 15 du règlement SFTR ;
- ✓ **S'agissant de la gestion des risques et du collatéral découlant des opérations de financement sur titres**
 - k) Articles 318-38 et suivants (FIA), 321-76 et suivants du règlement général de l'AMF (OPCVM) ;
 - l) Articles 38 et suivants du règlement délégué UE n°231/2013 (FIA) ;
 - m) Paragraphes 18, 26 et 33 à 39 de la Position-recommandation AMF n°2013-06 prise en application des articles L. 214-23, R. 214-15 à R. 214-19 et D. 214-22-1 du code monétaire et financier) ;
- ✓ **S'agissant des coûts, frais et rémunérations liés aux opérations de financement sur titres :**
 - n) Paragraphes 20 et 21 de la Position-recommandation AMF n°2013-06 ;
- ✓ **S'agissant du rappel automatique des titres prêtés / mis en pension :**
 - o) Articles R. 214-18 III et R. 214-32-27 III du code monétaire et financier.
- ✓ **S'agissant du programme d'activité des SGP :**
 - p) Position-recommandation 2012-19 (« Guide d'élaboration du programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille ») prise en application des articles 316-3, 316-4, 317-1 à 317-5, 317-7, 318-1, 318-62, 321-2, 321-3, 321-9, 321-10, 321-13, 321-15, 321-23, 321-93 à 321-97 et 321-157 du règlement général de l'AMF et article 32 (1) du règlement délégué (UE) n°2017/565 de la Commission du 25 avril 2016.

I. TYPES D'OPÉRATIONS DE FINANCEMENT SUR TITRES

1. Présentation générale

Schématiquement, les opérations de prêt de titres peuvent se distinguer en 2 grandes catégories :

- les opérations sur « *vrac* » ou « *General Collateral* » (ci-après « GC ») : celles-ci correspondent à des opérations de masse, très peu rémunératrices individuellement (loyer inférieur à 15 bps) qui viennent couvrir divers besoins des contreparties de marché (exemple : besoin de titres afin de les remettre en collatéral à des contreparties) ;
- les opérations sur titres « *spécifiques* » : il s'agit d'opérations sur titres sur lesquelles il existe une demande forte du marché à un instant donné (en lien avec une possibilité d'arbitrage nécessitant de vendre le titre) ou d'un intervenant qui serait *short* d'un titre (exemple : opérations de *fail coverage*¹²). Le nombre de ces opérations est en règle générale faible mais les rémunérations peuvent être très élevées.

Toutes les SGP réalisant des opérations de prêt de titres sont concernées par les 2 types d'opération.

Compte tenu des différents besoins des emprunteurs, ce marché de gré à gré voit coexister des prix disparates (ces prix étant valables pour une quantité donnée en fonction de la demande). En outre, le prix dépend du

¹² En cas de difficulté à livrer un titre sur le marché par un intervenant de marché (en raison, par exemple, d'un décalage entre la réception et la livraison de leurs opérations), celui-ci peut emprunter un titre pour éviter les pénalités pour absence de livraison de titres.

collatéral souhaité en termes de qualité et de nature (collatéral titre ou cash)¹³. **Ce fonctionnement du marché met en exergue l'importance des obligations de meilleure exécution. Ainsi, la qualité de la prestation de la personne en charge des OFT (cf. *infra*) pourra s'analyser au regard notamment :**

- **du montant du loyer versé par le prestataire (ou la contrepartie de marché si elle est distincte du prestataire) au fonds étant donné les opportunités de marché et les exigences de la SGP en termes de collatéral (nature cash ou titres, qualité de crédit), et de la qualité de crédit des contreparties autorisées ;**
- **du taux d'utilisation des titres ;**
- **de la qualité des systèmes de gestion du collatéral.**

S'agissant des pensions, c'est un marché qui est proche d'un placement sur le marché monétaire : l'établissement qui prend des titres en pension cherche un placement des capitaux qu'il remet en échange des titres pris en pension qui servent de collatéral. Ces capitaux sont rémunérés à un taux indexé sur l'Eonia ou l'Euribor plus ou moins une marge.

La SGP peut déléguer l'activité d'OFT ou exercer directement la gestion de ces opérations. Dans ce second cas, pour l'exécution de ses décisions de gestion, les opérations peuvent être soit exécutées directement par la SGP, soit confiées à un prestataire. En pratique, les dispositifs suivants sont observés :

- SGP qui exécute elle-même les ordres sur les OFT issues de ses décisions de gestion : les opérations sont conclues avec des contreparties de marché ou des entités appartenant au même groupe que la SGP. La mission a observé un cas pour lequel la SGP recourt à un prestataire qui lui présente des opportunités de transactions sur les marchés émergents que la SGP peut décider ou non de suivre ;
- SGP qui recourt à un prestataire pour l'exécution de ses ordres : les dispositifs contractuels encadrant cette relation peuvent être très différents. Par exemple, le prestataire peut être :
 - o un intermédiaire financier « pur » qui agit en « mode agent » : il sélectionne des contreparties de marché qui concluront des opérations avec les fonds sans interposer son compte propre ;
 - o un intermédiaire financier interposant son compte propre qui agit en « mode principal » : la mise en relation avec des contreparties de marché passe par l'interposition du compte propre du prestataire prêteur.

Qu'il soit un intermédiaire financier « pur » agissant en mode agent ou un intermédiaire interposant son compte propre agissant en mode principal, le prestataire est soumis vis-à-vis de son client aux règles de bonne conduite issues de la directive MIF dès lors qu'il est PSI. En effet :

- le prestataire intervient, non pas de sa propre initiative et dans son seul intérêt, mais en tant qu'intermédiaire sollicité par la SGP agissant au nom et pour le compte des fonds afin de leur permettre de conclure des OFT, comme le montrent le cadre contractuel exposé dans l'encadré ci-dessous et les modalités pratiques (contrats cadres, instruction permanente, envoi des bases prêtables) ;
- le considérant 103 du règlement délégué (UE) n°2017/565 de la Commission du 25 avril 2016 dispose que « *Les transactions pour compte propre effectuées avec des clients par une entreprise d'investissement doivent être assimilées à l'exécution d'ordres de clients et donc être soumises aux exigences prévues par la directive 2014/65/UE et le présent règlement, en particulier à celles de ces obligations portant sur la meilleure exécution* » ;
- la Commission des sanctions dans sa décision du 25 septembre 2019 considère que la réalisation d'opérations pour compte propre avec des clients « *emporte, à l'égard de ces clients, les mêmes effets que la fourniture du service d'exécution d'ordres pour compte de tiers et entraîne, par suite, l'application au prestataire concerné des règles de bonne conduite de ce service d'investissement.* »
- Dans cette même décision, la Commission des sanctions considère que « *l'activité effectuée par [x] en mode agent, qui consiste à réceptionner les instructions de prêt ou de mise en pension de titres financiers des fonds et à les répercuter à diverses contreparties bancaires habilitées à fournir le service d'exécution d'ordre pour compte de tiers, relève du 1 de l'article D.321-1 du code monétaire et financier (service de réception transmission d'ordres pour le compte de tiers)* ».

¹³ En particulier, un collatéral « titre » se traduira par un loyer moindre (pour refléter le coût d'emprunt des titres remis en collatéral).

Parmi les SGP contrôlées, 3 ont recours, pour tout ou partie de leurs opérations, à un ou plusieurs prestataires. En particulier, une SGP a recours à 2 prestataires dont l'un n'est pas un PSI de l'Union européenne (entité US régulée par la loi de l'Etat du Vermont, ne pouvant être qualifiée de PSI au sens de la directive MIF).

Une SGP contrôlée ne dispose pas de cadre contractuel pour les opérations réalisées avec son groupe¹⁴.

Mauvaise pratique

Il a été relevé la mauvaise pratique qui consiste à ne pas préciser dans la documentation contractuelle liant la SGP et le prestataire (i) les obligations et moyens du prestataire afin de vérifier la meilleure exécution dans l'hypothèse où ce prestataire n'est pas un PSI, (ii) le niveau d'information que le prestataire doit fournir pour permettre à la SGP de contrôler cette prestation (cf. *infra* également sur le dispositif de meilleure exécution).

Bonne pratique

Le recours à un PSI régulé au sein de l'UE et fournissant un service d'investissement dans le cadre de la réalisation des OFT est une bonne pratique dans la mesure où ce dernier est tenu de mettre en œuvre des politiques de gestion des conflits d'intérêts et de meilleure exécution, ainsi que les contrôles y afférents, dans un cadre normé et sous la supervision d'une autorité de régulation.

Organisation contractuelle des opérations de prêts/emprunts de titres

Les OFT sont encadrées par des conventions cadres¹⁵ :

- principalement de droit anglais : Global Master Repurchase Agreement (« GMRA ») pour les opérations de pension, Global Master Securities Lending Agreement (« GMSLA ») pour les prêts de titres, et European Master Agreement (« EMA ») pour à la fois les pensions et les prêts de titres (mais aussi les dérivés) ;
- de droit français entre prestataires de droit français et/ou fonds de droit français (exemple : convention-cadre FBF relative aux opérations de pensions livrées – dernière version en date de juillet 2007).

Ces différentes conventions/accords sont composées de 3 types de documents :

- une convention cadre définissant les droits et obligations des parties : notamment les titres admissibles, la conclusion des opérations, la cession et la rétrocession des titres, l'appel et la gestion des marges, la résiliation des opérations (cas de défaillance, cas de circonstance nouvelle), et le calcul et le paiement du solde de résiliation ;
- une annexe venant amender/ compléter la convention-cadre, et fixant les paramètres administratifs et financiers applicables : agent de calcul, cas de défaut additionnels, nature des actifs remis en marge, fréquence des appels de marges... ;
- une confirmation par opération conclue et récapitulant les critères de celle-ci (titres concernés, durée, prix...).

Ces contrats cadres sont complétés par une instruction permanente qui prévoit la transmission par la SGP à son prestataire de sa base prêteable. Au regard de cette instruction permanente, l'envoi de la base prêteable par la SGP équivaut à une « offre de contrat », l'acceptation de ladite offre par le prestataire se traduisant par la mise en place d'opérations de prêt de titres dans la mesure de ce qu'aura pu effectuer le prestataire, au vu des possibilités offertes par le marché.

¹⁴ Ce qui a été analysé comme non conforme aux dispositions des articles R. 214-18 et R. 214-32-27 du CMF.

¹⁵ Conformément aux articles R.214-18 et R.214-32-27 du code monétaire et financier.

2. Programme d'activité des SGP

Il convient de relever que la position-recommandation 2012-19¹⁶ (« **Guide d'élaboration du programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille** ») prévoit que « *la société de gestion de portefeuille décrit dans son programme d'activité, outre les points mentionnés ci-dessus, le processus de sélection du prestataire, la qualification juridique de la prestation assurée par le prestataire ainsi que les modalités d'échange d'informations entre la société de gestion de portefeuille et le prestataire sélectionné* ». Or, une seule SGP prévoyait une description très succincte des activités d'OFT.

Extrait de la position-recommandation 2012-19

o Réalisation par le prestataire des opérations d'acquisitions et de cessions temporaires de titres sur instructions de la société de gestion de portefeuille

La société de gestion de portefeuille peut confier à un prestataire externe la réalisation des opérations d'acquisitions et de cessions temporaires de titres sans avoir à se soumettre au régime de la délégation de gestion financière¹⁷ lorsque ce tiers agit sur la base d'instructions précises.

Pour pouvoir gérer les risques liés à la réalisation des opérations d'acquisitions et de cessions temporaires de titres, la société de gestion de portefeuille doit mettre en place une gestion des risques adaptée et exiger de la part de son prestataire des comptes rendus détaillés quotidiens des activités confiées. A titre d'exemple, l'intermédiaire informera la société de gestion de portefeuille du niveau de rémunération des titres obtenu par rapport aux prix de marché.

La société de gestion de portefeuille devra se doter de processus lui permettant :

- d'envoyer quotidiennement un ordre à son intermédiaire identifiant précisément pour chaque placement collectif qu'elle gère, les titres qu'elle souhaite prêter ;
- d'envoyer à son intermédiaire les contraintes qu'elle souhaite appliquer au prêt à chaque fois que celles-ci sont frappées d'un changement (titres fournis ou reçus en tant que collatéral à un tiers ou par un tiers en garantie des opérations réalisées, exigences de sur-collatéralisation, liste des contreparties éligibles ou validation de la liste établie par le prestataire externe) ;
- d'être à tout moment en mesure de rappeler les titres qui ont fait l'objet du prêt.

En revanche, en cas d'absence de suivi des opérations d'acquisitions ou de cessions temporaires de titres par la société de gestion, couplée avec une instruction générale et permanente laissant à l'intermédiaire une liberté

¹⁷ Cette analyse ne préjuge pas de la qualification éventuelle de cette activité d'intermédiation de service d'investissement d'exécution d'ordres au sens de l'article L. 321-1 2° du code monétaire et financier.

La mission a relevé que l'instruction quotidienne était générique et quasi-automatique, rappelant l'ensemble des fonds prêteurs mais sans préciser, par exemple, les titres à exclure (exemple : en période de dividendes).

Or, cette instruction est importante pour prévenir tout risque de non-conformité (exemple : non-respect des contraintes d'investissement des fonds). S'agissant d'un potentiel risque de non-conformité, il convient de mentionner les prêts/emprunts de titres en période de dividendes (opérations dites « cumcum /cumex »). Le nombre de titres prêtés au cours de cette période est en forte hausse, en raison principalement de l'avantage fiscal retiré entre résident/non résident.

¹⁶ Prise en application des articles 316-3, 316-4, 317-1 à 317-5, 317-7, 318-1, 318-62, 321-2, 321-3, 321-9, 321-10, 321-13, 321-15, 321-23, 321-93 à 321-97 et 321-157 du règlement général de l'AMF et article 32 (1) du règlement délégué (UE) n°2017/565 de la Commission du 25 avril 2016.

Cette problématique a fait l'objet d'un amendement dans la loi de finances 2019 (article 36). Repris dans le code général des impôts¹⁷, celui-ci vise à empêcher de tirer parti d'une différence de fiscalité des détachements de dividendes entre prêteurs et emprunteurs de titres. Cette disposition, qui est entrée en vigueur depuis le 1^{er} juillet 2019, peut modifier de manière significative les conditions d'offre et de demande de prêts/emprunts de titres en période de dividende. Une attention accrue des SGP dans la détermination de la base prêteable des fonds qu'elles gèrent apparaît en conséquence déterminante lors de telles périodes de dividendes.

II. RESPECT DE LA MEILLEURE EXECUTION OU DE LA MEILLEURE SELECTION

Conformément à l'article L. 533-22-2 du code monétaire et financier¹⁸ « I.-Dans le cadre de la gestion de placements collectifs, les sociétés de gestion de portefeuille prennent toutes les mesures raisonnables pour obtenir, lors de l'exécution des ordres, le meilleur résultat possible compte tenu du prix, du coût, de la rapidité, de la probabilité d'exécution et du règlement, de la taille, de la nature de l'ordre ou de toutes autres considérations relatives à l'exécution de l'ordre (...) ».

La SGP doit s'assurer de la meilleure exécution des OFT ou de la meilleure sélection du prestataire à qui elle confie les OFT. La mission a vérifié¹⁹ :

- (i) l'existence et la publication de la politique de meilleure exécution :
- (ii) l'existence d'une procédure relative à l'exécution des ordres ou à la sélection des prestataires mentionnant explicitement l'activité de financement sur titres ;

¹⁷ Selon l'article 119 bis du code général des impôts « Art. 119 bis A. - 1. Est réputé constituer un revenu distribué soumis à la retenue à la source prévue au 2 de l'article 119 bis tout versement, dans la limite du montant correspondant à la distribution de produits de parts ou d'actions mentionnée au b, effectué, sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit, par une personne qui est établie ou a son domicile fiscal en France au profit, directement ou indirectement, d'une personne qui n'est pas établie ou n'a pas son domicile fiscal en France, lorsque les conditions suivantes sont réunies :

« a) Le versement est réalisé dans le cadre d'une cession temporaire ou de toute opération donnant le droit ou faisant obligation de restituer ou revendre ces parts ou actions ou des droits portant sur ces titres ;

« b) L'opération mentionnée au a est réalisée pendant une période de moins de quarante-cinq jours incluant la date à laquelle le droit à une distribution de produits d'actions, de parts sociales ou de revenus assimilés mentionnés aux articles 108 à 117 bis est acquis. « 2. La retenue à la source est due lors de la mise en paiement du versement mentionné au 1 et acquittée par la personne qui assure ce paiement.

« 3. Lorsque le bénéficiaire du versement mentionné au 1 apporte la preuve que ce versement correspond à une opération qui a principalement un objet et un effet autres que d'éviter l'application d'une retenue à la source ou d'obtenir l'octroi d'un avantage fiscal, le 1 n'est pas applicable. Le bénéficiaire peut alors obtenir le remboursement de la retenue à la source définitivement indue auprès du service des impôts de son domicile ou de son siège.

« 4. La personne qui assure le paiement du versement mentionné au 1 transmet à l'administration fiscale, à sa demande et sous format dématérialisé, le montant, la date, l'émetteur des parts ou actions objets de l'opération mentionnée au b du même 1 et le destinataire du versement. »

II. - Le I entre en vigueur le 1er juillet 2019. »

¹⁸ « I.-Dans le cadre de la gestion de placements collectifs, les sociétés de gestion de portefeuille prennent toutes les mesures raisonnables pour obtenir, lors de l'exécution des ordres, le meilleur résultat possible compte tenu du prix, du coût, de la rapidité, de la probabilité d'exécution et du règlement, de la taille, de la nature de l'ordre ou de toutes autres considérations relatives à l'exécution de l'ordre.

II.-Les sociétés de gestion de portefeuille établissent et mettent en œuvre des dispositions efficaces, notamment une politique d'exécution des ordres, pour se conformer aux prescriptions du I ci-dessus.

III.-La politique d'exécution des ordres inclut, en ce qui concerne chaque catégorie d'instruments, des informations sur les différents systèmes dans lesquels la société de gestion de portefeuille exécute les ordres et les facteurs influençant le choix du système d'exécution. Elle inclut au moins les systèmes qui permettent à la société de gestion de portefeuille d'obtenir, dans la plupart des cas, le meilleur résultat possible pour l'exécution des ordres. Les sociétés de gestion de portefeuille fournissent des informations appropriées aux actionnaires ou porteurs de parts des placements collectifs sur leur politique d'exécution des ordres.

Lorsque la politique d'exécution des ordres prévoit que les ordres peuvent être exécutés en dehors d'une plateforme de négociation, la société de gestion de portefeuille informe notamment les actionnaires ou porteurs de parts des placements collectifs de cette possibilité.

IV.-Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise les conditions d'application du présent article, en les adaptant selon que les sociétés de gestion de portefeuille exécutent les ordres ou les transmettent ou les émettent sans les exécuter elles-mêmes.

V.-Les sociétés de gestion de portefeuille adoptent et appliquent des procédures garantissant l'exécution rapide et équitable des ordres pour le compte des placements collectifs qu'elles gèrent par rapport aux ordres pour le compte des portefeuilles individuels qu'elles gèrent ou aux ordres pour compte propre.

Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise les conditions d'application des règles de traitement des ordres applicables aux sociétés de gestion de portefeuille. »

¹⁹ Voir l'encadré supra sur les textes applicables.

(iii) la réalisation des contrôles réguliers et tracés, permanents et périodiques.

(i) S'agissant de la politique de meilleure exécution

Les SGP disposent toutes de politiques de meilleure exécution mais celles-ci ne portent pas spécifiquement sur l'activité d'OFT, ce qui n'est pas conforme aux dispositions de l'article L. 533-22-2-2 du code monétaire et financier.

(ii) S'agissant des procédures

Les cinq SGP contrôlées ont toutes mis en place des procédures pour organiser la meilleure exécution de leurs opérations ou la meilleure sélection des prestataires à qui sont confiés les ordres issus de leurs décisions de gestion. **En revanche, pour quatre SGP sur cinq, ces procédures ne mentionnent pas l'activité de financement sur titres alors que les spécificités de celle-ci justifient des mesures d'encadrement particulières, ce qui n'est pas conforme aux dispositions de l'article L. 533-22-2-2 du code monétaire et financier précitées.** En outre, pour la cinquième SGP, la procédure est peu précise en ce qu'elle ne pose pas de condition sur les contreparties à interroger, rendant inopérante la vérification de la meilleure exécution. Précisément, cette SGP exécute elle-même les ordres issus de ses décisions d'investissement. Sa procédure prévoit que trois contreparties minimum soient interrogées afin de garantir la meilleure exécution. Le test conduit par la mission montre que le négociateur de la SGP interroge bien les 3 contreparties. En pratique, s'agissant des opérations de prise en pension au jour le jour, le négociateur de la SGP n'attendait pas systématiquement leurs réponses car une seule et même contrepartie était intéressée à la conclusion des opérations selon la SGP.

(iii) S'agissant des contrôles

Dans un cas où la SGP recourt à un tiers, le prestataire est une entité US (et non un PSI de l'Union européenne soumis à des obligations de meilleure exécution issues de la directive MIF). Pourtant, la SGP n'a pas vérifié si ce prestataire disposait *« de mécanismes d'exécution des ordres qui permettent à la société de gestion de portefeuille de se conformer à ses obligations au titre du présent article lorsqu'elle transmet des ordres à cette entité pour exécution »* (IV de l'article 321-114 du RG AMF pour les OPCVM ; voir également l'article 28 du Règlement Délégué (UE) N° 231/2013 pour les FIA – *« Le gestionnaire ne conclut d'accords d'exécution que si de tels accords sont conformes aux obligations prévues par le présent article. »*).

Les dispositifs de contrôle revêtent une importance centrale, notamment pour les SGP qui s'en remettent à leur prestataire pour assurer la meilleure sélection. Or, les contrôles de second niveau visant à s'assurer de la meilleure exécution ou de la meilleure sélection ne sont pas totalement satisfaisants pour quatre SGP sur les cinq, soit parce que ces contrôles ne sont pas suffisamment tracés, soit parce qu'ils n'incluent pas dans leur périmètre spécifiquement les OFT, ce qui n'est pas conforme aux dispositions de l'article L. 533-22-2-2 du code monétaire et financier précitées.

La mission de contrôle a également constaté que les trois SGP recourant à un prestataire pour tout ou partie de leurs OFT ne reçoivent pas de ce dernier des informations suffisantes pour leur permettre d'apprécier les conditions dans lesquelles leurs OFT ont été exécutées. En particulier, ces reportings ne sont pas suffisamment clairs.

En effet, sur la base des reportings mensuels adressés par les prestataires, les SGP concernées ne sont pas en mesure de mettre en œuvre le contrôle de la meilleure sélection. Les notions figurant dans ces reportings ne sont ni suffisamment explicites ni, par conséquent, suffisamment comprises par les SGP (exemple : la notion de *« peer group »* utilisée dans les reportings, les données de prix reportées ou de taux d'utilisation). Une SGP a exprimé des difficultés à obtenir de la part de son prestataire des reportings plus détaillés.

Les SGP qui passent par des prestataires ne réalisent pas d'autres diligences pour juger de la qualité des prix (exemple : demande de justification sur un échantillon d'opérations, comparaison avec une base de données externe, ...) que l'analyse des reportings des prestataires. Ainsi, les reportings revêtent une importance cruciale en ce qu'ils doivent permettre aux SGP de juger de la meilleure exécution. Cependant, les SGP ne posent aucune condition sur ces reportings.

Mauvaises pratiques

➤ Il convient de signaler les mauvaises pratiques qui consistent, pour une SGP, à ne pas s'enquérir, notamment avant la signature du contrat du prestataire, (i) des modalités de formation des prix, (ii) des modalités de répartition des opérations entre les clients du prestataire, (iii) de l'existence éventuelle d'un mécanisme d'appariement en cas d'interposition du compte propre du prestataire permettant d'établir une correspondance entre ses transactions et celles de son prestataire qui a mis en concurrence les contreparties de marché, et (iv) de la qualité des reportings qui seront fournis par le prestataire et sur lesquels la SGP pourra asseoir le contrôle de meilleure exécution.

III. GESTION DES CONFLITS D'INTERETS

Les OFT peuvent être génératrices de conflits d'intérêts notamment :

1. lorsque les titres à prêter sont détenus par plusieurs fonds gérés par la même SGP et qu'il convient en conséquence de déterminer la répartition des prêts ou du collatéral entre les fonds (en particulier lorsque les conditions de rémunération du prestataire et de la SGP sont différentes en fonction des fonds) ;
2. lorsque la contrepartie de l'opération est une société liée à la SGP.

Les cinq SGP contrôlées sont dotées d'une procédure et d'un registre des conflits d'intérêts. Cependant ces procédures ne mentionnent pour aucune d'entre elles les OFT. Les conflits d'intérêts potentiels propres à cette activité n'ont donc pas été identifiés.

Pour gérer le premier cas, les SGP doivent²⁰ mettre en place des règles d'affectation claires *a priori* ou s'assurer que le prestataire auquel elles ont recours pour ces opérations les a mises en place. Si le prestataire a des obligations en matière de gestion des conflits d'intérêts en lien avec ses activités, la SGP est responsable de gérer les conflits d'intérêts en tant que gérante du fonds. Elle est également responsable de l'information qu'elle communique aux porteurs des fonds.

Bonne pratique

➤ Il convient de souligner la bonne pratique qui consiste à recourir à un prestataire qui utilise un algorithme permettant une répartition proportionnelle des titres au regard de leur détention dans les fonds. De même, un accord entre la SGP et son prestataire sur l'algorithme de répartition des prêts de titres entre fonds par la SGP constitue également une mesure efficace pour gérer les conflits d'intérêts potentiels.

²⁰ Selon l'article L 533-10, I du code monétaire et financier : « Les sociétés de gestion de portefeuille doivent : (...) 3. Prendre toutes les mesures raisonnables pour empêcher les conflits d'intérêts de porter atteinte aux intérêts de leurs clients. Ces conflits d'intérêts sont ceux qui se posent entre, d'une part, les sociétés de gestion elles-mêmes, les personnes placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte ou toute autre personne directement ou indirectement liée à elles par une relation de contrôle et, d'autre part, leurs clients, ou bien entre deux clients, lors de la fourniture de tout service d'investissement ou de tout service connexe ou d'une combinaison de ces services. Lorsque ces mesures ne suffisent pas à garantir, avec une certitude raisonnable, que le risque de porter atteinte aux intérêts des clients sera évité, les sociétés de gestion de portefeuille informent clairement ceux-ci, avant d'agir en leur nom, de la nature générale ou de la source de ces conflits d'intérêts ». Selon l'article 321-51 du RGAMF (en ce qui concerne les OPCVM) : « Lorsque les dispositions organisationnelles ou administratives prises par la société de gestion de portefeuille en vue de gérer les conflits d'intérêts ne suffisent pas à garantir, avec une certitude raisonnable, que le risque de porter atteinte aux intérêts de l'OPCVM ou de ses porteurs de parts ou actionnaires sera évité, les dirigeants ou l'organe interne compétent de la société de gestion de portefeuille sont informés dans les meilleurs délais afin qu'ils puissent prendre toute mesure nécessaire pour garantir que la société de gestion de portefeuille agira dans tous les cas au mieux des intérêts de l'OPCVM et de ses porteurs de parts ou actionnaires. Les porteurs de parts ou actionnaires de l'OPCVM sont informés sur un support durable des raisons de la décision de la société de gestion de portefeuille ». Selon l'article 318-13 du RGAMF (en ce qui concerne les FIA) : « II. - Lorsque les dispositions organisationnelles prises par une société de gestion de portefeuille pour identifier, prévenir, gérer et suivre les conflits d'intérêts ne suffisent pas à garantir, avec une certitude raisonnable, que le risque de porter atteinte aux intérêts des porteurs de parts ou actionnaires sera évité, la société de gestion de portefeuille communique clairement à ceux-ci, avant d'agir pour leur compte, la nature générale ou la source de ces conflits d'intérêts, et élabore des politiques et des procédures appropriées. ».

IV. GESTION DES RISQUES ET DU COLLATERAL

1. Existence d'une procédure et mise en œuvre de contrôles

Toutes les SGP contrôlées disposent de procédures dédiées encadrant les OFT. Des contrôles quotidiens *pre* et *post trade* sont bien conduits en application de ces procédures, consistant notamment en la vérification du respect des contraintes statutaires et réglementaires applicables aux fonds devant traiter l'OFT considérée.

Par ailleurs, les dispositifs contractuels des 5 SGP offrent aux fonds qu'elles gèrent la capacité de dénouer à tout moment les OFT conclues.

2. Existence d'un dispositif d'échange de collatéral

Pour les 5 SGP, les mécanismes d'échange de collatéral sont efficaces, hormis l'absence d'ajustement du collatéral dans un cas, pour les opérations traitées avec une entité du groupe auquel appartient la SGP.

La nature du collatéral remis et la qualité de crédit sont disparates. Dans un cas, la plus grande flexibilité laissée par la contrepartie à son prestataire dans la nature du collatéral remis s'accompagne d'une hausse de la rémunération des opérations de financement, mais également de la surcollatéralisation.

Le réinvestissement des actifs remis en garantie, hors liquidités, est interdit par les SGP.

V. REMUNERATION ET IMPACT DES ACTIFS REMIS EN GARANTIE SUR LES LOYERS PRATIQUES

La rémunération attachée aux OFT est dépendante des actifs remis en garantie.

La rémunération des OFT est globalement comprise entre 2 et 5 bps pour les fonds prêteurs. L'une des deux SGP réalisant elles-mêmes leurs OFT laisse aux fonds toute la rémunération de ces opérations, l'autre en perçoit 33 %. S'agissant des SGP ayant recours à un prestataire prêteur, les modalités de partage diffèrent également, la part revenant aux fonds variant entre 60 % et 90 %.

En matière de contrôle, seule une des cinq SGP (plus précisément le middle-office en 1er niveau et le contrôle interne en 2nd niveau) vérifie le correct partage et paiement des commissions.

Mauvaise pratique

Ne pas mettre en place un contrôle du respect du partage contractuel des rémunérations entre les fonds, le prestataire et la SGP (des erreurs ont été relevées par la SGP ayant mis en place un tel contrôle) constitue une mauvaise pratique.

VI. RESPECT DES OBLIGATIONS EN MATIERE D'INFORMATION ET DE TRANSPARENCE

Le règlement SFTR exige la conservation d'un enregistrement de toute OFT conclue ou modifiée ou à laquelle il a été mis fin pendant une durée minimale de cinq ans après la cessation de l'opération. La mission de contrôle a constaté que cette exigence était respectée par les cinq SGP.

Par ailleurs, les sections A et B de l'annexe du règlement SFTR détaillent les informations devant être publiées dans le prospectus, d'une part, et dans le rapport annuel des fonds, ainsi que dans le rapport semestriel des OPCVM, d'autre part. Pour les OPCVM et les FIA constitués avant le 12 janvier 2016, les SGP avaient au plus tard jusqu'au 13 juillet 2017 (prospectus) et 13 janvier 2017 (rapport annuel pour les FIA et les OPCVM et rapport

semestriel pour les OPCVM) pour appliquer et respecter les dispositions en matière d'informations à communiquer aux porteurs²¹. Les fonds constitués après le 12 janvier 2016 devaient se conformer à ses dispositions immédiatement.

La plupart des points listés dans ces annexes ont été correctement repris par les SGP contrôlées dans leur documentation.

Rappel de la réglementation applicable

Il convient de rappeler l'obligation de mentionner dans les prospectus et les rapports annuels des fonds concernés (ainsi que dans les rapports semestriels s'agissant des OPCVM) les informations mentionnées en annexe du règlement SFTR.

²¹ Article 33 du règlement SFTR.