

# Lettre d'information Mazars sur la Gestion d'Actifs

## **Lettre n°67 – 1<sup>er</sup> trimestre 2022**

## Sommaire

### Actualités européennes : investissement responsable

- 03 SFDR - Publication du *supervisory statement* des ESAs sur l'application du règlement
- 03 MIF2 - L'ESMA consulte sur certains aspects des exigences en matière d'adéquation
- 04 Enquête de la Commission européenne – ESG Benchmark

### Actualités fiscales

- 06 Lutte de l'U.E. contre les entités écrans : la portée d'un projet de nouvelle directive ('ATAD 3') pour le secteur de la gestion
- 06 Régime fiscal de faveur pour les répartitions d'actifs de FCPR fiscaux : une avancée

### Actualités françaises

- 08 Panorama du marché de la gestion pour compte de tiers
- 10 Communications publicitaires des placements collectifs – L'AMF met à jour sa Position-Recommandation DOC-2011-24
- 11 Dispositif de contrôle et programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille – Mise à jour de la doctrine AMF
- 13 Mise à jour de la doctrine de l'AMF sur certains fonds recourant aux *Total Return Swap* et communiquant sur la prise en compte de critères extra-financiers
- 14 Guide pratique de mise en conformité du dispositif d'encadrement du risque de liquidité
- 17 Consultation publique de l'AMF sur le renforcement des exigences concernant les outils de gestion de la liquidité

### Brèves

- 19 Fixation d'un objectif de « mixité » dans les SGP, à faire figurer dans le prochain rapport « article 29 »
- 19 AMF – Priorités 2022 et thématiques de contrôles spot
- 19 Recommandations sur le Gouvernement d'entreprise
- 19 PRIIPS - Mise en cohérence du calendrier européen d'entrée en application
- 19 Conséquences de la crise ukrainienne - L'AMF attire l'attention des sociétés de gestion de portefeuille

## Actualités européennes

### SFDR – Mise à jour du *supervisory statement* des ESAs sur l'application du règlement

Les trois autorités européennes de surveillance (ESMA, EBA, EIOPA) ont mis à jour leur « *supervisory statement* » s'agissant de l'application du paquet réglementaire relatif aux informations sur la finance durable.

Ce texte vise à atténuer le risque de divergence d'application du règlement (UE) 2019/2088 « SFDR » mais également du règlement 2020/852 « Taxonomie » s'agissant des informations à fournir en matière de durabilité au cours de la période allant du 10 mars 2021 (date d'application de la plupart des dispositions de SFDR) à la date d'application des normes techniques de réglementation (« RTS »), au **1<sup>er</sup> janvier 2023**.

Cette mise à jour comprend un nouveau calendrier décliné par article, certaines exigences concernant l'utilisation de données chiffrées d'alignement à la Taxonomie et plusieurs recommandations pour que les différents protagonistes, notamment les sociétés de gestion de portefeuille, se saisissent utilement de la période de transition.

Les articles visés par ce *statement* sont les suivants : 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12 et 13 du règlement SFDR et 5 et 6 du règlement Taxonomie.

L'objectif général de cette déclaration est de parvenir à une application et à une surveillance nationale efficaces et cohérentes de SFDR et Taxonomie, tout en

favorisant des conditions de concurrence équitables, ainsi que la protection des investisseurs. Ce *supervisory statement* remplace celui publié par les ESAs en février 2021.

### MIF2 - L'ESMA consulte sur certains aspects des exigences en matière d'adéquation

Le **2 août 2022** marquera l'entrée en application des **nouvelles exigences en matière d'évaluation de l'adéquation** en application du dispositif MIF2 modifié. En effet, le règlement d'application de la directive MIF2 a été modifié<sup>1</sup> afin d'intégrer **les facteurs de durabilité, les risques et les préférences de durabilité des investisseurs**.

Dans ce cadre, les entreprises d'investissement pratiquant le **conseil en investissement** ou le **service de gestion pour compte de tiers** devront désormais recueillir les préférences de durabilité de leurs clients en lien avec :

- a. **les investissements alignés sur la taxonomie européenne<sup>2</sup> ;**
- b. **les investissements durables selon le règlement SFDR<sup>3</sup> ;**
- c. **les principales incidences négatives (PAI).**

Ce recueil est réalisé afin de pouvoir proposer aux clients un produit ou un service **adapté à leur profil non seulement en matière de risque financier, mais également en matière de risque de durabilité**.

<sup>1</sup> Règlement délégué (EU) 2021/1253

<sup>2</sup> Règlement (EU) 2020/852

<sup>3</sup> Règlement (EU) 2019/2088

C'est dans ce cadre que l'ESMA a lancé, le 27 janvier 2022, une **consultation** afin de réviser ces Guidelines « concernant certains aspects relatifs aux exigences d'adéquation de la directive MiFID II », qui dataient de novembre 2018.

Les principales évolutions proposées par l'ESMA dans le cadre de cette consultation concernent les points suivants :

- **Guideline générale n°2 : Dispositions nécessaires à la compréhension des clients**

Les informations à recueillir auprès des clients devraient être suffisamment granulaires afin de permettre une correspondance des **préférences du client en matière de durabilité** avec les **caractéristiques liées à la durabilité des instruments financiers**.

Elles devraient permettre de déterminer si le client a des préférences en matière de durabilité et si celles-ci concernent les aspects environnementaux, sociaux, de gouvernance ou une combinaison de ces critères.

Le recueil d'informations devrait également permettre d'évaluer les PAI à prendre en compte, ainsi que les critères quantitatifs et qualitatifs démontrant cette considération.

- **Guideline générale n°8 : Dispositions nécessaires pour assurer l'adéquation d'un investissement**

Les préférences en matière de durabilité devraient être prises en compte **après que l'adéquation ait été évaluée** sur la base de la connaissance, de l'expérience de la situation financière de client et de l'appétence au risque du client.

Dans le cas où une entreprise d'investissement a l'intention de recommander au client un produit qui ne correspond pas à ses attentes initiales en

matière de durabilité, elle ne pourra le faire qu'une fois que le client aura **adapté ses préférences en matière de durabilité**. Cette procédure non standard devra être **documentée dans le rapport d'adéquation**.

Dans le cas de la gestion de portefeuille pour compte de tiers, les préférences du client en matière de durabilité, y compris la proportion du portefeuille investie dans des supports durables, devra être **évaluée lors de la définition du mandat** et de la politique d'investissement. Si le client adapte ses préférences en matière de durabilité après l'évaluation initiale, l'entreprise d'investissement devra évaluer l'impact de ce changement afin de déterminer s'il implique un **rééquilibrage du portefeuille**.

Lorsque le prestataire d'investissement fait du conseil en investissement continu avec une approche de portefeuille, il devra également surveiller que les préférences du client soient toujours respectées au niveau du portefeuille conseillé et émettre les recommandations appropriées le cas échéant.

Les **réponses** à cette **consultation** devaient être adressées à l'ESMA avant le **27 avril 2022**. La publication du rapport final et des Guidelines mises à jour sont attendus pour le troisième trimestre 2022.

## **Enquête de la Commission européenne – ESG Benchmark**

La Direction générale pour la stabilité financière de la Commission européenne a mandaté une société de conseil pour évaluer les bénéfices de l'introduction de normes européennes s'agissant des indices de référence ESG (« ESG benchmark ») utilisés par les gestionnaires d'actifs mais aussi par d'autres investisseurs.

Dans ce contexte, une enquête auprès des sociétés de gestion, des fonds de pension et des compagnies d'assurance a été lancée. Cette enquête vise à évaluer le niveau d'utilisation et de satisfaction actuel des utilisateurs de benchmarks ESG, la manière dont les benchmarks ESG s'inscrivent dans la stratégie globale des parties prenantes et comment celles-ci perçoivent le rôle des fournisseurs de benchmarks et des régulateurs.

Il est notamment demandé aux participants d'indiquer la projection estimée de leur niveau d'utilisation future des benchmarks ESG dans l'optique de dégager une tendance globale du marché à horizon de 2 ans. L'enquête s'intéresse également aux objectifs d'utilisation des benchmarks ESG :

- afin de comparer la performance financière du fonds par rapport à l'indice ESG ;
- pour comparer la performance ESG du fonds par rapport à l'indice ;
- pour moduler la composition du portefeuille, etc.

Un axe d'analyse porte également sur le critère de sélection du fournisseur de benchmark ESG : méthodologie utilisée, diversification géographique des constituants de l'indice, coût, réputation, etc.

Un point important est par ailleurs soulevé dans le cadre de cette étude. Il relève de la stratégie de gestion et sans doute d'une vision plus globale de l'ESG qui est soit défensive, soit volontariste. Quel est l'objectif recherché : limiter le risque ESG ou bien optimiser l'impact positif ESG du portefeuille ?

D'autres questions portent sur la qualité de l'offre actuelle en matière de benchmark ESG. Un focus est par ailleurs réalisé sur 2 benchmarks spécifiques : le *EU Paris-aligned Benchmark* et le *EU Climate Transition Benchmark*. Les enseignements de cette enquête sont attendus au troisième trimestre 2022.



## Actualités fiscales

### Lutte de l'U.E. contre les entités écrans : la portée d'un projet de nouvelle directive ('ATAD 3') pour le secteur de la gestion

Afin de renforcer les dispositifs de lutte contre l'évasion fiscale à la suite des récentes enquêtes ayant démontré l'utilisation de sociétés écrans dans certains schémas abusifs (e.g. Open Lux, Pandora Papers, etc...), l'U.E. a présenté fin 2021 un projet de directive visant à **décourager l'utilisation abusive d'entités écrans**<sup>4</sup> à des fins de planification fiscale agressive ou de fraude fiscale. La directive devrait en vigueur début 2024.

Elle instaure un test de vérification de la substance d'une entité, et celles qui n'en présentent pas assez devront apporter une justification, via une déclaration fiscale, sous peine d'une amende au moins égale à 5% du C.A. dégagé au cours de l'exercice.

#### Un champ d'application largement inclusif

Sont concernées l'ensemble des entités remplissant 3 indicateurs cumulatifs relatifs (i) aux revenus perçus et activités exercées, (ii) au caractère transfrontalier des revenus (iii) et aux modalités de gestion et d'administration de l'entité.

**Le champ d'application** vise à englober **toutes les entités** qui peuvent être considérées comme résidentes fiscales d'un État membre, **quelle que soit leur forme juridique**.

Les entités d'investissement constituées sous la forme de **société de personnes** devraient ainsi rentrer dans le champ d'application de la directive.

L'entité qui ne justifierait pas suffisamment d'une substance minimale sera présumée être une entité écran pour l'année d'imposition et **perdra le bénéfice des**

**conventions fiscales** d'élimination des doubles impositions **et des régimes d'allègements fiscaux** en vigueur dans les États membres de l'UE (e.g. en France : régime mère-fille, régime des intérêts et redevances, etc...).

#### Une exclusion expresse pour les entreprises financières... mais pas pour les actifs-cibles

Néanmoins, le projet dresse une liste limitative de catégories d'entités exclues **du champ d'application** de la directive. L'une de ces catégories concerne **les entreprises financières réglementées** (i.e. gestionnaire de fonds d'investissement alternatifs, OPCVM ou encore les fonds d'investissement alternatif, entité de titrisation, etc...).

Les **entités figurant à l'actif des fonds** restent, en tant que telles, toutefois soumises au test de substance et pourraient se voir appliquer, en cas de présence de qualification d'entité à risque, la neutralisation des régimes d'allègements fiscaux, ce qui impacterait indirectement la gestion fiscale des fonds eux-mêmes.

Dans la mesure où certains des critères nécessitent d'être justifiés au titre des deux derniers exercices fiscaux, il apparaît nécessaire pour ces entreprises exclues d'appréhender d'ores et déjà ces nouvelles obligations en documentant la substance économique des entités figurant dans leur portefeuille et **en anticipant l'impact des mesures de lutttes annoncées dans les futures structurations qui seront définies et mises en œuvre**.

#### Régime fiscal de faveur pour les répartitions d'actifs de FCPR fiscaux : une avancée

Le Conseil d'État<sup>5</sup> a eu l'occasion de se prononcer sur les modalités d'application du régime fiscal favorable « du long terme » (i.e. une **imposition à taux réduit**) aux

<sup>4</sup>[https://ec.europa.eu/taxation\\_customs/system/files/2021-12/COM\\_2021\\_565\\_1\\_EN\\_ACT\\_part1\\_v7.pdf](https://ec.europa.eu/taxation_customs/system/files/2021-12/COM_2021_565_1_EN_ACT_part1_v7.pdf)

<sup>5</sup> C.E 31.03.2022 n°461406

Conseil d'État, 8ème - 3ème chambres réunies, 31/03/2022, 461406, Inédit au recueil Lebon - Légifrance ([legifrance.gouv.fr](http://legifrance.gouv.fr))

plus-values réalisées à l'occasion de la répartition des actifs de FCPR fiscaux.

Pour mémoire, les sommes correspondantes à la répartition d'une fraction des actifs d'un FCPR sont affectées en priorité au remboursement des apports.

L'excédent des sommes réparties sur le montant des apports ou sur les prix d'acquisition des parts est soumis au régime fiscal des plus-values à long terme dans la proportion existant entre (i) le montant des apports effectués depuis au moins de deux ans à la date de la répartition et (ii) le montant total des apports effectués à cette date.

En pratique, l'intégralité de la répartition ouvre droit au régime du long terme dès lors que les apports ont été effectués depuis au moins deux ans, quel que soit la date à laquelle les parts correspondantes ont été acquises et la qualité du porteur des parts (i.e., souscripteur initial ou successif).

La question posée était de savoir si le bénéfice de l'application du régime du long terme s'applique dans les mêmes conditions aux **investisseurs initiaux**, souscripteurs dans un fonds fiscal, et aux **investisseurs entrés ultérieurement suite à une acquisition de parts du fonds**.

Les commentaires publiés par la DGFIP se refusaient à cette assimilation, au détriment d'un investisseur ayant acquis leurs parts subséquemment ; en effet, le bénéfice du régime des plus-values long terme, pour un acquéreur de parts, était subordonné à la condition que celui-ci ait acquis ses parts depuis au moins deux ans à la date de la répartition.

Le Conseil d'État a pu considérer que cette doctrine administrative était contraire à la loi (article 38, 5 du CGI en particulier) et a enjoint au ministre de faire les modifications nécessaires à court délai.

« Dans l'hypothèse où les parts du FCPR ont été acquises et non souscrites à l'émission, le 2<sup>o</sup> du 5 de l'article 38 du CGI

précise les modalités d'imposition des répartitions d'actifs effectuées par le FCPR.

*Dans le cas où le souscripteur initial cède ses parts en cours de vie du FCPR, les sommes réparties ensuite par le fonds sont exonérées chez l'acquéreur à hauteur du prix d'acquisition des parts. L'excédent des sommes perçues par le porteur des parts demeure imposé selon le régime des plus-values à long terme s'il a acquis ses parts depuis au moins deux ans ».*

Ce paragraphe subordonne ainsi le bénéfice du régime des plus-values long terme, pour l'acquéreur des parts, à la condition que celui-ci ait acquis ses parts depuis au moins deux ans à la date de la répartition.

### En pratique : une opportunité de réclamation fiscale

Les contribuables ayant acquis leurs parts d'un FCPR fiscal depuis moins de deux ans à la date de la répartition des actifs de ce fonds pourront utilement **demander, par voie de réclamation, l'application du régime du long terme sous réserve que les apports en capital aient bien été effectués depuis au moins deux ans à cette date**.

La décision du Conseil d'État n'ayant pas d'effet rétroactif, cette réclamation devra être déposée avant le 31 décembre de la deuxième année suivant celle du versement de l'impôt sur les sociétés (ou de l'impôt sur le revenu si l'investisseur est soumis à cet impôt) dont le montant est contesté.



## Actualités françaises

### Panorama du marché de la gestion pour compte de tiers

En mars 2022, l'AFG a publié le panorama du marché de la gestion pour compte de tiers au titre de l'année 2021. Vous trouverez ci-après les principaux enseignements en France et en Europe.

### Encours globaux sous gestion en France en hausse

Dans un contexte cumulatif de taux bas, de crise Covid, de forte hausse des marchés actions et de sur-épargne, les **encours globaux** sous gestion en France (OPC et mandats) ont **progressé** de **6,6%** sur un an pour s'établir à **4 802 milliards** d'euros :

- **2 231 Mds d'€** pour les **OPC de droit français** (+6,9%), dont 936 Mds d'€ pour les OPCVM (+5%) et 1 295 Mds d'€ pour les FIA (+8,3%) :

Type de fonds	Actifs nets à fin 2021 (en Mds€)			Variation 2021		Variation 2011-2021	
	OPCVM	FIA	Total	en Mds€	en %	en Mds€	TCAM*
Actions	271,3	134,5	405,8	64,1	18,8 %	180,2	6,0 %
Diversifiés	164,4	209,9	374,3	23,4	6,7 %	137,9	4,7 %
A formule	1,1	13,4	14,5	- 2,5	- 14,7 %	- 39,2	- 12,3 %
Obligations	138,9	158,3	297,2	8,1	2,8 %	108,7	4,7 %
Monétaires	360,4	16,9	377,3	- 15,0	- 3,8 %	29,7	0,8 %
<b>Sous-total</b>	<b>936,1</b>	<b>533,0</b>	<b>1469,1</b>	<b>78,1</b>	<b>5,6 %</b>	<b>417,3</b>	<b>3,4 %</b>
Autres**	0,0	762,4	762,4	65,5	9,4 %	426,7	8,5 %
<b>Total</b>	<b>936,1</b>	<b>1 295,4</b>	<b>2 231,5</b>	<b>143,6</b>	<b>6,9 %</b>	<b>844,0</b>	<b>4,9 %</b>
Total hors Mon.	575,7	1 278,5	1 854,2	158,6	9,4 %	814,3	6,0 %

\* Taux de croissance annuel moyen.  
 \*\* Estimations AFG à fin 2021 pour la catégorie « Autres » : OT, Fds de fts alternatifs, FCPE, FCPRI/FPCI, OPC, SCPI.  
 Source : AMF, BDF, IEIF.

- **2 571 Mds d'€** pour les **mandats**, dont 830 Mds d'€ pour la gestion financière en France d'OPC de droit étranger.

Les **OPC Actions** sont les **grands gagnants** de l'année 2021, portés par la croissance des marchés sur l'année écoulée.

Les **fonds de capital investissement, d'infrastructures** et de **gestion immobilière**<sup>6</sup>, sont également en

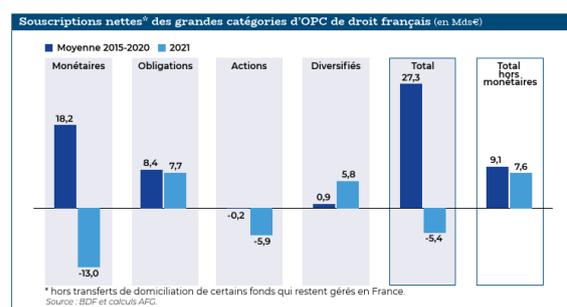
<sup>6</sup> Regroupés dans la rubrique « autres » du tableau ci-dessus.

progression, tout comme les **fonds d'épargne salariale** (168 Mds d'€).

Les **OPC monétaires** sont quant à eux en **décollecte nette** de 13 Mds d'€, après une année 2020 exceptionnelle en termes de collecte nette (+ 80 Mds d'€) et d'évolution (+25,1% des encours).

### Situation de collecte nette (hors OPC monétaires)

Si l'année 2021 a été **favorable** aux **OPC obligataires** (+7,7 Mds d'€) et « **diversifiés** » (+5,8 Mds d'€), elle s'est avérée **négative** pour les **OPC Actions** (décollecte nette de 5,9 Mds d'€), ainsi que pour les **OPC monétaires** (décollecte nette de 13 Mds d'€). Retraité des OPC monétaires, l'année 2021 s'est achevée sur une collecte nette de 7,6 Mds d'€.



S'agissant du nombre de véhicules domiciliés en France, celui-ci progresse légèrement : la **baisse du nombre d'OPCVM** (2 984 OPCVM) est en effet **compensé par celui des FIA** (environ 7 900 FIA).

### Nombre de SGP en forte progression

Portée à la fois par un effet Brexit et par un développement de structures orientées en gestion d'actifs alternatifs au sens large (capital investissement, immobilier...) et malgré le mouvement de consolidation et/ou de rapprochement de SGP observé depuis plusieurs années (conséquence du renforcement de la concurrence et de la

contraction des marges), la France dénombre fin 2021 un nombre record de **708 SGP (+42 créations en 2021)**. Pour rappel, fin 2018, la France recensait 633 SGP.

Le dynamisme du marché français de la gestion d'actifs provient essentiellement de la coexistence entre :

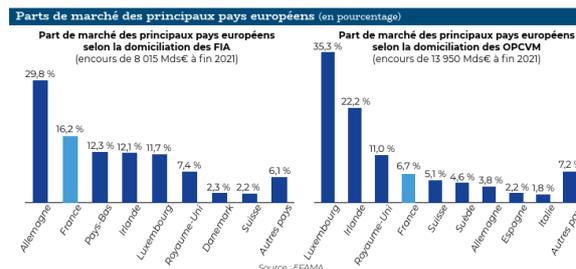
- un fort **tissu entrepreneurial**, qui représente environ 2/3 des acteurs et 1/3 des équipes de gestion ;
- un nombre conséquent de **SGP généralistes et/ou spécialistes de taille importante** :
  - 96 SGP gèrent entre 1 et 5 Mds d'€ ;
  - 58 SGP gèrent entre 5 et 50 Mds d'€ ;
  - 17 SGP gèrent plus de 50 Mds d'€ ;
  - 4 groupes français figurent parmi les 25 premiers groupes de gestion au niveau mondial.

### Acteur majeur de la gestion en Europe

La France occupe la **1<sup>ère</sup> place européenne en matière de gestion financière** avec une part de marché de 24%, devant l'Allemagne (20%). En incluant la gestion sous mandat, la France renforce

sa position avec une part de marché de 25,5% contre 16% pour l'Allemagne.

Cependant, en termes de **domiciliation d'OPC**, si la part de marché des fonds français est de **16,2%** pour les **FIA (2<sup>ème</sup> place en Europe** derrière l'Allemagne), elle n'est que de **6,7%** pour les **OPCVM (4<sup>ème</sup> place** loin derrière le Luxembourg avec 35,3%), comme l'illustre le tableau suivant :



Fait marquant : les **SGP françaises** sont **leader en Europe de la gestion des fonds ESG** selon la réglementation SFDR, avec **38% de parts de marché**.

Au **niveau européen**, la **collecte nette** s'élève à **866 Mds d'€** à fin 2021, portée essentiellement par les fonds Actions (+327 Mds d'€) et Diversifiés (226 Mds d'€). Il s'agit de la **2<sup>nde</sup> meilleure collecte annuelle**, le record ayant été obtenu en 2017 (+ 948 Mds d'€). Comme en France, les fonds monétaires sont en situation de **décollecte nette (-11 Mds d'€)** après une collecte 2020 record de +221 Mds d'€.



## Communications publicitaires des placements collectifs – L'AMF met à jour sa Position-Recommandation DOC-2011-24

A partir du 2 février 2022, l'AMF se conforme aux orientations de l'ESMA en matière de communication commerciale. Le guide apporte des précisions sur l'interprétation de la réglementation pour l'ensemble des OPC et des spécificités liées à la commercialisation des SOFICA. La communication publicitaire s'associe à toute information à caractère promotionnel « adressée directement à des investisseurs potentiels ou existants ou susceptible d'être relayée par les distributeurs, à l'écrit ou à l'oral, auprès de leurs clients potentiels ou existants ». Les informations sont publiées via tout type de support (papier, électronique, réseau sociaux, forum, site internet...). La communication publicitaire sur un placement collectif peut intervenir seulement après délivrance de l'agrément, visa, ou autorisation de commercialisation. Le nom du régulateur (l'AMF) ne doit pas être utilisé comme argument de vente.

De manière générale, la communication publicitaire est identifiée comme document commercial non contractuellement contraignant et ne permettant pas de prendre une décision d'investissement. Les informations mentionnées sont claires, exactes, suffisantes, lisibles et non trompeuses. La communication publicitaire est rédigée en français ou une langue usuelle. Les avantages et les risques des produits sont décrits concomitamment. Il y est précisé : les sources d'informations complémentaires, les coûts liés à l'opération, la devise de la transaction et les variations possibles liées au taux de change. La communication publicitaire peut porter sur les performances passées, la classification des risques, les critères extra-

financiers, les aspects liés à la durabilité des investissements et les commissions de surperformance. Tous ces éléments doivent être conformes aux documents réglementaires ou constitutifs du placement, indiquer la période de référence choisie et les données sources. Pour plus de clarté, les données peuvent être présentées sous forme de graphique. L'AMF recommande aussi de publier les informations en un seul document facilement accessible et d'élaborer un *reporting* aux investisseurs (performances comparées, volatilité du portefeuille par rapport à l'indice...).

La mention sur les performances anticipées s'appuie sur des données objectives et des hypothèses raisonnables. La communication publicitaire des fonds ISR comporte les objectifs de gestion, les types d'ISR pratiqués, les méthodes de sélection et de gestion pratiquées.

La communication publicitaire portant sur des **indices financiers et des indices de stratégie** doit être claire, exacte et non trompeuse. En cas d'indice atypique, l'AMF préconise de préciser le type de stratégie et de détailler les éléments essentiels des règles de l'indice (élaboration, fonctionnement, composition...). Les investisseurs doivent être informés de l'existence de conflits d'intérêts.

S'agissant d'**OPCVM ou FIA à formule**, l'AMF préconise à la société de gestion de mettre en place une procédure formelle de **meilleure exécution des ordres**, afin que ces derniers soient traçables et contrôlables et ainsi de permettre d'expliquer les modalités retenues pour assurer le meilleur résultat aux porteurs.

Les **OPCVM ou FIA indiciels** sont tenus d'indiquer dans une communication publicitaire leur écart de suivi ex post.

En cas de **stratégie de « gestion coussin »**, l'algorithme retenu peut être illustré graphiquement via différents scénarios avec des hypothèses raisonnables et prudentes. Lors de la communication publicitaire de la stratégie d'investissement, il est recommandé de présenter le scénario défavorable en premier, ainsi que les avantages et inconvénients, pour ne pas tromper l'investisseur et lui permettre de comprendre la stratégie proposée. La communication publicitaire de ce type de placement doit être cohérente avec les opportunités réelles offertes et le profil rendement / risque.

La communication publicitaire des **SOFICA** présente le mécanisme du produit, indique la part de l'actif sous-gestion, l'existence ou non d'une garantie bancaire sur le montant d'adossement et précise qu'aucun gain ne sera réalisé. Pour ne pas tromper l'investisseur, les films à succès, récompenses, noms d'acteurs prestigieux... ne peuvent pas être cités.

Lors de **commercialisation de SCPI**, il convient de préciser le côté non liquide de l'investissement. Lorsque les parts d'une SCPI sont achetées à crédit, la société de gestion informe le porteur des risques liés à l'investissement (revenus aléatoires, perte de capital en cas de vente forcée, obligations de remboursement en cas de vente à prix décoté...). L'effet des travaux et réduction d'impôt des SCPI « Malraux » et « Déficit foncier » sur les plus-values de cession sont à expliquer clairement.

Les **commercialisations de FCPR, FCPI et FIP éligibles aux dispositions fiscales** doivent sensibiliser l'investisseur aux risques encourus (durée de blocage, profil de risque, critères d'éligibilité aux critères fiscaux, risque de perte en capital...) à

travers le règlement. Les performances passées ne doivent pas induire l'investisseur en erreur.

### **Dispositif de contrôle et programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille – Mise à jour de la doctrine AMF**

L'AMF met à jour sa doctrine pour apporter des clarifications sur ses attentes à la suite d'un contrôle SPOT portant sur l'externalisation du contrôle interne au sein des sociétés de gestion de portefeuille. La doctrine relative à l'agrément des SGP est également actualisée pour tenir compte de la mise en place de l'extranet ROSA et de la refonte du programme d'activité des SGP.

### **Les attentes de l'AMF sur l'organisation de la gestion des risques, de la conformité et du dispositif de contrôle au sein des SGP**

En novembre 2020, l'AMF avait publié une synthèse de ses contrôles SPOT sur l'externalisation du contrôle interne des SGP. Tirant les enseignements des constats effectués, l'AMF apporte, dans son Guide relatif à l'organisation de la gestion des risques, de la conformité et du dispositif de contrôle des SGP (position-recommandation DOC-2014-06), des clarifications concernant les points suivants :

- les schémas d'organisation en matière de dispositif du contrôle permanent en fonction des encours totaux sous gestion et particulièrement, les seuils au-delà desquels l'internalisation de la fonction est attendue et l'élaboration des budgets dans le cadre d'une externalisation du contrôle permanent auprès d'un prestataire externe ;
- la séparation des contrôles de niveaux 2 et 3 ;

- les critères à prendre en compte lors de la sélection d'un prestataire externe pour réaliser des tâches de contrôle, ainsi que les mesures à mettre en place dans le cadre du suivi de la prestation et de la dénonciation du contrat qui lie le prestataire à la SGP ;
- la gestion des conflits d'intérêts chez le prestataire externe en charge d'une mission de contrôle permanent et/ou périodique ;
- le cas spécifique des SGP qui délèguent la majeure partie de leurs activités de gestion.

De plus, l'AMF fait évoluer sa doctrine pour tenir compte des éléments pertinents, pour la gestion d'OPCVM ou de FIA, des orientations révisées de l'ESMA sur la fonction de conformité au titre de la directive MIF (ESMA35-36-1952).

### Le calendrier des nouvelles positions et recommandations

S'agissant spécifiquement des modifications de la position-recommandation DOC-2014-06, l'ensemble des **nouvelles positions et recommandations** sont **applicables immédiatement**, à l'**exclusion** des positions relatives à l'organisation du dispositif de **contrôle permanent en cas d'externalisation**, qui le seront à compter du **31 mars 2023**. L'instruction DOC-2012-01 relative à l'organisation de l'activité de gestion de placements collectifs et du service d'investissement de gestion de portefeuille pour le compte de tiers en matière de gestion des risques est ajustée pour tenir compte de certaines des modifications ci-dessus.

### Les autres clarifications apportées sur l'agrément et le programme d'activité des SGP

Le Guide d'élaboration du programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille et des placements collectifs autogérés est mis à jour pour :

- tenir compte, de la mise en place de l'extranet ROSA, nouvel outil de communication entre les SGP et l'AMF, de la révision du format de la grille d'agrément et du programme d'activité des SGP ;
- clarifier les attentes de l'AMF en termes d'organisation de la SGP lorsqu'elle gère des placements collectifs distribués dans le cadre de contrats d'assurance-vie ;
- supprimer l'exigence de communication lors de l'agrément d'une SGP des actionnaires ayant une participation dans la SGP entre 5 et 10%, exigence déjà supprimée de l'instruction DOC-2008-03.

Ce document sera également mis à jour prochainement pour tenir compte des nouvelles dispositions applicables en matière de fonds propres pour les SGP, au regard notamment du règlement (UE) 2019/2033 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 concernant les exigences prudentielles applicables aux entreprises d'investissement.

Par ailleurs, un nouveau formulaire est proposé dans l'instruction DOC-2008-03, permettant à une SGP qui a dans sa grille d'agrément une restriction à une clientèle professionnelle ou encore aux seules opérations de couverture pour certaines opérations à terme et dérivés intégrés associés, d'en demander à l'AMF la levée.

## Mise à jour de la doctrine de l'AMF sur certains fonds recourant aux *Total Return Swap* et communiquant sur la prise en compte de critères extra-financiers

Un swap de performance sur rendement global ou *total return swap* (TRS) est un contrat dérivé au terme duquel une contrepartie cède la performance économique globale d'actifs à un fonds. Les TRS sont par exemple utilisés par certains fonds qui répliquent la performance d'un indice ou d'un panier d'actifs via des dérivés sans investir directement dans les titres en question.

La doctrine de l'AMF<sup>7</sup> montrait que la communication sur les caractéristiques ESG de ces fonds pouvait être difficilement intelligible, en l'absence de transparence et de gages donnés par les banques contreparties des TRS sur leur utilisation des sommes investies par les fonds.

Dans ce contexte, la position-recommandation AMF n°2020-03 publiée en décembre 2020 :

- limitait d'une part, la communication sur la prise en compte des critères extra-financiers des fonds exposés via des TRS ;
- invitait d'autre part, les acteurs à développer un cadre robuste afin de disposer d'une assurance raisonnable à même d'assurer la cohérence entre la promesse ESG faite à l'investisseur et les titres in fine acquis par ces banques.

Pour leur part, l'AMAFI et la FBF ont élaboré en février 2022 une charte prévoyant plusieurs engagements que devraient satisfaire les instruments de couverture synthétique utilisés par les fonds qui souhaiteraient communiquer plus largement sur la prise en compte des

critères ESG. La principale mesure consiste à limiter les écarts entre les actifs faisant l'objet de la promesse ESG du fonds et ceux in fine acquis par la contrepartie, soit la « couverture » de la contrepartie.

Suite à cette contribution, l'AMF a mis à jour sa doctrine ouvrant la possibilité de communiquer de façon centrale sur les critères ESG dès lors que les TRS respectent au moins les dispositions de la charte et sous réserve, notamment, d'une qualité minimale des actifs détenus par le fonds, ainsi que d'une communication transparente sur l'absence d'exercice des droits de vote sur les titres auxquels le fonds est exposé par le swap.

L'AMF invite les sociétés de gestion à faire preuve de la plus grande vigilance dans leur communication. En particulier, celle-ci ne doit pas être ambiguë sur l'impact effectif de ces placements sur l'environnement ou la société.



<sup>7</sup> Position-recommandation n°2020-03.

## Guide pratique de mise en conformité du dispositif d'encadrement du risque de liquidité

Le 16 mars 2022, l'AFG a publié un guide professionnel sur la mise en place ou la mise à jour du dispositif global de contrôle du risque de liquidité au sein des sociétés de gestion. Ce **guide** :

- doit être appréhendé comme une **aide pratique**, qui vient compléter les précédentes publications de l'AFG sur cette thématique<sup>8</sup>, mais qui, du fait de son **caractère non exhaustif**, ne suffit pas en lui-même pour se conformer aux exigences de l'ESMA en matière de stress test de liquidité<sup>9</sup> ;
- se limite aux **principes généraux, objet des développements ci-après** et n'a donc pas pour objectif de présenter l'ensemble des approches possibles pour encadrer le risque de liquidité.

### Politique de gestion du risque de liquidité

**Élément central** du dispositif déployé par la SGP, le document de politique de gestion du risque de liquidité, partie intégrante de la politique de gestion des risques, présente de **manière synthétique, l'ensemble du dispositif en place** pour prévenir ce risque.

Les thématiques abordées doivent être en lien avec l'encadrement du risque de liquidité (mécanismes de *swing pricing*

et/ou de *gates*, avec la logique de déploiement et de fonctionnement...).

La politique doit comprendre :

- les **diligences** mises en œuvre pour encadrer le risque de liquidité **en amont des investissements** (alertes pre-trade ; définition de *buy list* d'instruments éligibles ; part minimale de liquidité dans les OPC...) ;
- les **moyens** mis en place pour **estimer l'impact des ordres passés sur la liquidité** des portefeuilles. Le dispositif sera à adapter notamment en fonction des instruments concernés, de la taille des ordres et du profil de liquidité du portefeuille concerné<sup>10</sup> ;
- une **description du pilotage de la liquidité** des portefeuilles selon les **différentes phases de vie** du produit (à la création<sup>11</sup> et en cours de vie<sup>12</sup>) ;
- une **présentation détaillée des hypothèses retenues** dans la mesure de la liquidité. Ces dernières devront être **revues régulièrement** en suivant un **principe de proportionnalité**. De même, la SGP devra s'assurer, à **fréquence régulière**, qu'elle ne dispose pas d'éléments susceptibles de remettre en cause les hypothèses de ses modèles et **le formaliser** ;
- le **détail de tous les aspects opérationnels et méthodologiques de la mesure de ce risque** (notamment la gouvernance, la procédure d'escalade *ad-hoc*, les fonds concernés, la fréquence des contrôles<sup>13</sup> et les limites associées, la définition des scénarii

<sup>8</sup> « Les outils de gestion du risque de liquidité dans les fonds ouverts » de 2020 ou encore le « Code AFG de bonnes pratiques concernant la gestion du risque de liquidité dans les OPC » de 2016.

<sup>9</sup> L'AFG incite les SGP à se reporter au rapport de l'ESMA de septembre 2019 intitulé « *Economic Report – Stress simulation for investment funds* » pour disposer d'une revue approfondie des mesures du risque de liquidité.

<sup>10</sup> Diligences réduites en cas d'achat d'obligations d'Etat très liquides pour une proportion limitée du portefeuille. A contrario, diligences étendues en cas d'investissement dans des titres peu liquides.

<sup>11</sup> Détermination de la périodicité de valorisation ; intégration des outils de liquidité (*gates, swing price, ADL...*).

<sup>12</sup> Intégration dans les process de gestion, de critères de liquidité dans la sélection des valeurs, notamment sur les classes d'actifs High-Yield ou Small Cap ; analyse de l'impact sur la liquidité de tout nouveau type d'instrument ; définition d'une part minimale de liquidités et d'instruments financiers liquides à respecter, notamment en période de crise...

<sup>13</sup> Si l'ESMA impose une fréquence minimale annuelle, elle recommande toutefois de réaliser ces analyses trimestriellement ou encore plus fréquemment (cf. ESMA 34-39-882 de septembre 2019).

retenus pour analyser le risque en condition normale et stressée).

Cette **politique** devra être **revue régulièrement** et **approuvée** par les **instances dirigeantes** de la SGP.

### Mesure de la liquidité à l'actif

La mesure de la liquidité à l'actif vise à disposer d'éléments suffisants pour évaluer la capacité d'un OPC à générer des liquidités par la vente d'actifs dans des délais contraints, tout en préservant l'intérêt des investisseurs<sup>14</sup>.

Mesurer la liquidité à l'actif d'un OPC nécessite donc d'adopter une approche équilibrée entre vitesse et type de cession des positions à l'actif et respect de l'intérêt des investisseurs à long terme.

**Deux types d'approches** sont communément retenues : l'une basée sur l'estimation de volumes cessibles, avec pour hypothèse une absence d'impact significatif sur les prix ; l'autre vise à estimer des volumes cessibles sous contraintes de coût. Cette dernière, plus avancée, nécessite cependant une quantité importante de données, ainsi que la mise en place de modèles souvent complexes qui impliquent le recours à des solutions externes.

La 1<sup>ère</sup> approche cherche à calibrer des volumes cessibles en conditions normales et « stressées », selon une granularité permettant d'identifier les lignes détenues impactant le niveau de liquidité du portefeuille et d'en avoir une vision dynamique dans le temps. Une fois les **hypothèses** arrêtées<sup>15</sup>, il devient alors possible d'estimer la liquidité au niveau de l'OPC sous contrainte de respect du profil

de risque du fonds et de mise en œuvre opérationnelle jugée réaliste.

Il est également possible de mettre en place des **seuils d'alerte ou des limites** sur l'écoulement minimal attendu d'un portefeuille sur un horizon temporel donné<sup>16</sup> en fonction de la classe d'actif et de la stratégie d'investissement. Tout dépassement de limite devra alors s'accompagner d'une analyse spécifique du *Risk Manager*, dans le respect des principes énoncés dans la politique de gestion du risque de liquidité de la SGP.

Ces courbes de liquidité sont généralement complétées par d'**autres contraintes d'encadrement** de la liquidité à l'actif : contraintes de dispersion des actifs ; contraintes d'emprise sur les actifs ; pourcentage des actifs non cessibles sous un horizon donné ; niveau de fourchette « *bid/ask* » moyenne du portefeuille et son évolution dans le temps...

Une attention particulière doit également être portée sur les **fonds ayant recours de manière importante aux instruments dérivés**, les forts mouvements de marché pouvant avoir un impact sur les appels de marge et les dépôts de garantie et donc sur le niveau de liquidité de l'OPC. De même, les **modalités de résiliation des contrats OTC** doivent être prises en compte dans l'estimation du risque de liquidité du fonds.

L'ensemble de ces éléments doivent être pris en compte à la fois lors de la construction du portefeuille, mais également durant la vie du fonds via les scénarii de *stress test*.

Enfin, **l'analyse du risque de liquidité à l'actif** peut être **déployée sur un ensemble de fonds** partageant la même

<sup>14</sup> A savoir, préserver la valeur des actifs détenus et le profil de risque de l'OPC.

<sup>15</sup> Celles-ci devront être argumentées et revues régulièrement en confrontant a posteriori leur pertinence

(volumes retenus comme hypothèse versus ordres réellement exécutés...).

<sup>16</sup> Par exemple, 1 jour, 1 semaine, 1 mois.

stratégie d'investissement et/ou les mêmes sous-jacents. Dans ce cas, l'analyse de l'impact d'une crise sur la liquidité de cet ensemble consolidé reste du ressort de la SGP.

## Mesure de la liquidité au passif

La mesure de la liquidité au passif vise à estimer le **risque de rachats** que pourrait subir un OPC en conditions de marché normales et « stressées ».

Deux approches coexistent :

- une **approche qualitative**, qui vise à analyser la structure du passif au niveau du fonds ou par type de parts (« *retail* »/institutionnels) : plus gros investisseurs ; ventilation par catégorie de client ... En catégorisant les clients selon le risque de rachat, il devient possible de définir des scénarii hypothétiques de sortie des principaux investisseurs, voire des courbes de rachats. Cependant, cette approche implique une bonne qualité des données de passif ;
- une **approche quantitative**, qui vise à modéliser la dynamique des souscriptions/rachats afin d'en calculer des « *Value at Risk* » sur des horizons donnés. Cette méthode permet de construire une « courbe de liquidité » au passif qui pourra être directement comparée au profil de liquidité du fonds.

Au vu de la **connaissance actuelle du passif par les SGP**, qui reste **perfectible**, le guide recommande d'**adopter une approche par les risques**, en commençant par analyser la structure du passif sur les parts de fonds pouvant engendrer une forte concentration (parts institutionnelles notamment).

## Estimation du risque de liquidité et adossement actif/passif

L'estimation du risque de liquidité est réalisée par confrontation des analyses menées à l'actif et au passif.

Trois éléments sont habituellement pris en compte : les résultats de l'analyse de la liquidité de l'actif du fonds (profil de liquidité en conditions normales et stressées...), l'analyse quantitative du passif (par *scoring*<sup>17</sup> ou à l'aide de scénarii historiques ou hypothétiques) et des éléments qualitatifs décrivant la structure du passif (concentration...).

Le calcul de l'adossement actif/passif vise à vérifier que la capacité de liquidation du fonds soit supérieure à la proportion estimée de rachats pour un horizon temporel donné. Si tel n'est pas le cas, cela signifie que le fonds n'est pas suffisamment liquide pour faire face aux scénarii de rachats envisagés : une telle situation d'adossement négatif déclencherait alors une alerte qui pourrait aboutir à des mesures correctrices.

Une analyse plus approfondie du risque de liquidité peut aboutir à la mise en place de **reverse stress test**, dont la finalité est d'estimer les scénarios et les circonstances (mouvements de rachats, hypothèses de marché...) qui rendraient un OPC vulnérable et incapable d'honorer ses rachats.

## Zoom sur les fonds monétaires

Les fonds monétaires ont pour spécificité d'être soumis à la fois au respect des **exigences de l'ESMA**<sup>18</sup> et de **MMFR**, ce dernier introduisant des **contraintes spécifiques**, notamment en matière de :

<sup>17</sup> Modélisation des niveaux de stabilité au passif basée sur une échelle de notes attribuées selon des critères prédéfinis.

<sup>18</sup> Orientations n°34-39-882 de l'ESMA sur les « *Liquidity Stress Tests* » pour les OPCVM et les FIA.

- **liquidité** à la fois pour les fonds à VL variable (poches de liquidité quotidienne et hebdomadaire) et pour les fonds à VL constante ou à faible volatilité ;
- **dispositif de détection de vulnérabilités** lors de la survenance d'éventuels événements ou futurs changements de conditions économiques. Celui-ci repose sur l'application de **stress tests prédéfinis par le régulateur, ainsi que sur d'autres à la main de la SGP** (en effet, les scénarii effectués sur la base de paramètres de référence publiés par l'ESMA étant communs à l'ensemble des fonds, ils ne sont pas nécessairement adaptés au portefeuille de chaque fonds monétaire).

Le guide rappelle que l'ESMA a précisé que **l'encadrement de la liquidité imposé par MMFR prévalait sur ses orientations** en la matière, ces dernières se voulant plus générales.

Enfin, le guide rappelle les principaux éléments relatifs à la liquidité qui doivent être présentés par les SGP dans le cadre des *reportings MMFR* :

- impact sur la VL d'un stress de liquidité à l'actif du fonds (LST-01) ;
- pourcentage maximum cessible sur une semaine tout en s'assurant du respect des contraintes du fonds (RST-01) ;
- rapport des actifs cessibles sur une semaine et d'un montant de rachats stressé (RST-02) ;
- rapport des actifs cessibles sur une semaine et du montant investi par les deux principaux porteurs (RST-03) ;
- calcul identique au RST-02 après application d'un choc de marché (MST-02).

## Consultation publique de l'AMF sur le renforcement des exigences concernant les outils de gestion de la liquidité

La publication en novembre 2021 des résultats de l'étude menée conjointement avec la Banque de France<sup>19</sup> met en lumière le faible recours aux outils de gestion de la liquidité, en particulier les « *gates* » et le « *swing pricing* ». Or, ces outils permettent de limiter les risques que des demandes importantes de rachat font peser sur le fonds au détriment de l'ensemble de ses porteurs si la liquidité à l'actif ne permet pas un désinvestissement équivalent dans de bonnes conditions.

Souhaitant créer des conditions permettant une plus large adoption des « *gates* » et du « *swing pricing* », tout en garantissant une bonne information des porteurs, l'AMF a mis en ligne le 8 février 2022 une consultation publique sur le renforcement des exigences concernant les outils de gestion de la liquidité. L'objectif est de modifier le RG AMF et sa doctrine pour tenir compte des propositions avancées en la matière, avec une **application cible** au cours de l'année **2023**.

Les propositions avancées par l'AMF poursuivent 3 objectifs :

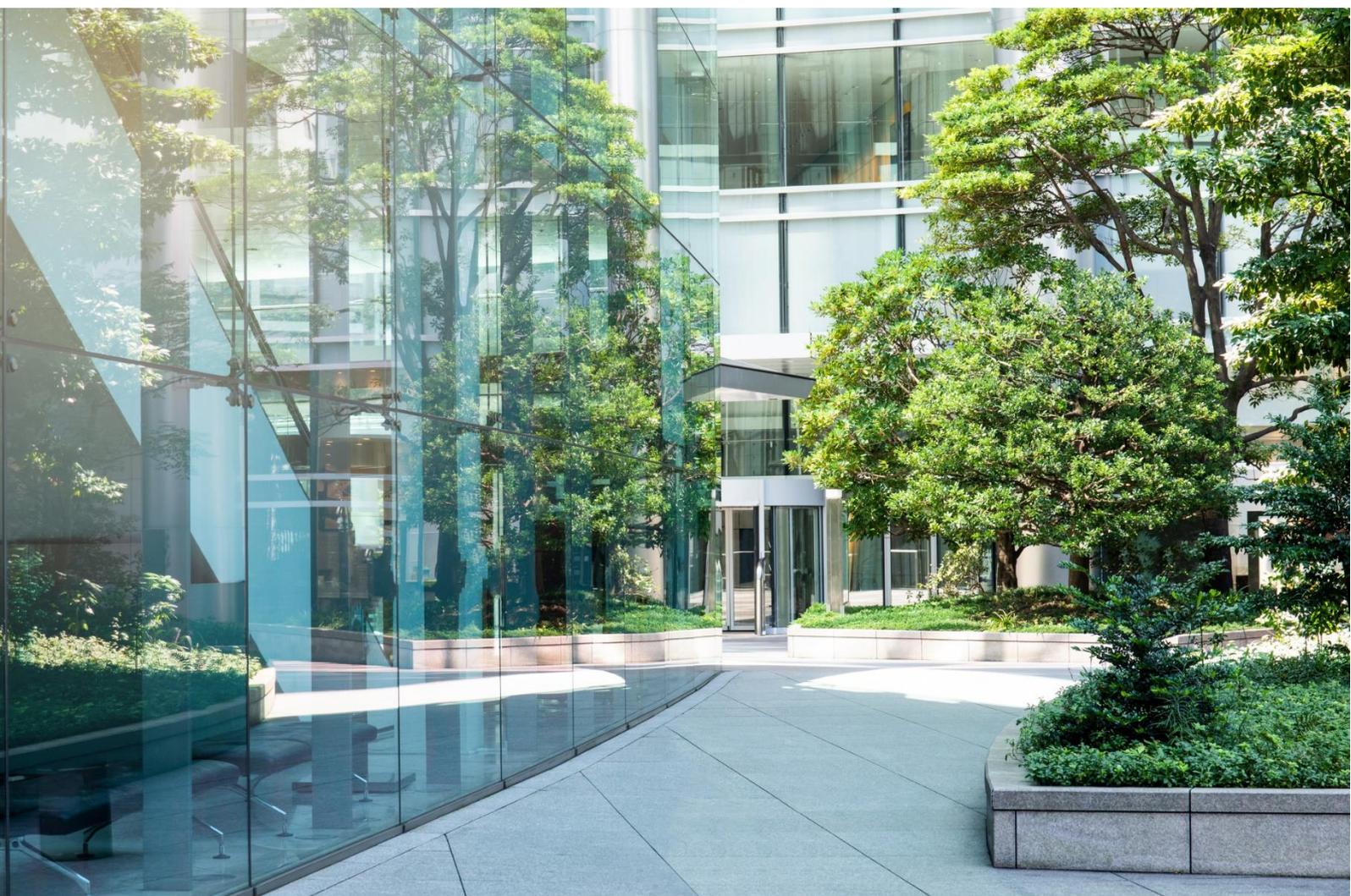
- rééquilibrer l'asymétrie d'information entre i) les fonds ne disposant pas d'outils de gestion de la liquidité et n'ayant aucune information spécifique sur ce point vis-à-vis de leurs investisseurs et ii) ceux disposant de tels outils et en informant les épargnants ;

<sup>19</sup> Présentation et recensement des outils de gestion de la liquidité des fonds français.

- faciliter temporairement l'introduction d'outils de gestion de la liquidité pour les fonds existants en limitant le risque de mauvaise perception de leur introduction par les épargnants ;
- responsabiliser les gérants sur le respect de leurs obligations

professionnelles en matière de gestion du risque de liquidité des fonds, tout particulièrement pour ceux qui auraient fait le choix de ne pas se doter de tels outils.

Les **contributions** étaient **attendues** pour le **15 mars 2022**.



## Brèves

### Fixation d'un objectif de « mixité » dans les SGP, à faire figurer dans le prochain rapport « article 29 »

La loi n°2021-1774 du 24 décembre, dite « loi Rixain » prévoit que les sociétés de gestion de portefeuille définissent un objectif de représentation équilibrée des femmes et des hommes parmi les équipes, organes et responsables chargés de prendre des décisions d'investissement. Les résultats obtenus sont présentés dans le rapport « article 29 » de la Loi Energie Climat. Cet objectif sera à actualiser chaque année.

### AMF – Priorités 2022 et thématiques de contrôles spot

Le président de l'AMF a présenté les priorités d'actions, les priorités de supervision et les thématiques des contrôles SPOT 2022 pour la gestion d'actifs.

Les **priorités d'actions de l'AMF pour 2022**, dernière année de sa stratégie à 5 ans, s'articuleront autour de **quatre axes** : **l'Europe, l'investissement des particuliers, la finance durable et la modernisation de l'action du régulateur.**

S'agissant de la **gestion d'actifs**, les **contrôles SPOT** porteront sur 4 thématiques :

- **valorisation des actifs peu liquides** (immobilier et obligations corporate) ;
- **finance durable** (respect des engagements contractuels) ;
- **qualité des données de reporting** ;
- **suivi et contrôle des SGP par les dépositaires de placements collectifs.**

### Recommandations sur le Gouvernement d'entreprise

Le 21 janvier dernier, l'AFG a publié une mise à jour de ses recommandations sur le gouvernement d'entreprise relatives aux assemblées générales et aux conseils d'administration des sociétés cotées. Les principales modifications portent sur les actions suivantes :

- la transparence préalable au vote sur les comptes ;
- le renforcement du respect de la démocratie actionnariale (« une action, une voix ») ;
- la rémunération des dirigeants ;
- l'ajout du risque de cybersécurité dans l'analyse des risques suivis par le comité d'audit.

### PRIIPS - Mise en cohérence du calendrier européen d'entrée en application

Suite à la modification le 15 décembre 2021 du règlement PRIIPS, la Commission européenne a décidé d'**harmoniser la date d'entrée en application** des **modifications de niveau 1** (règlement 2014/1286) **et de niveau 2** (règlement délégué 2017/653) de PRIIPS au **1<sup>er</sup> janvier 2023** (au lieu du 1<sup>er</sup> juillet 2022 pour le niveau 2).

### Conséquences de la crise ukrainienne - L'AMF attire l'attention des sociétés de gestion de portefeuille

Dans le contexte actuel de détérioration de la situation en Ukraine et à la suite des différentes sanctions notamment prononcées par l'Union européenne à l'encontre de personnes ou d'entités

russes, l'AMF souhaite attirer l'attention des sociétés de gestion sur plusieurs points de vigilance, et notamment sur :

- la mise en œuvre sans délai des mesures européennes de gel des avoirs prononcées à l'encontre d'individus et entités russes ;
- les mesures concernant l'interdiction de

fournir des services d'investissement ou des services de courtage ;

- l'accroissement du risque d'incident de cybersécurité ;
- la gestion du risque de liquidité des expositions liées à des actifs russes.



# Contacts

**Gilles Dunand-Roux**, Associé, Mazars  
[gilles.dunandroux@mazars.fr](mailto:gilles.dunandroux@mazars.fr)

**Jean-Luc Mendiela**, Associé, Mazars  
[jean-luc.mendiela@mazars.fr](mailto:jean-luc.mendiela@mazars.fr)

**Bertrand Desportes**, Associé, Mazars  
[bertrand.desportes@mazars.fr](mailto:bertrand.desportes@mazars.fr)

# Rédacteurs

Jean-Luc Mendiela, Associé, Mazars  
[jean-luc.mendiela@mazars.fr](mailto:jean-luc.mendiela@mazars.fr)

Bertrand Desportes, Associé, Mazars  
[bertrand.desportes@mazars.fr](mailto:bertrand.desportes@mazars.fr)

David Chrétien, Avocat Associé, Mazars Société d'Avocats  
[david.chretien@avocats-mazars.com](mailto:david.chretien@avocats-mazars.com)

Yannick Atger, Directeur, Mazars  
[yannick.atger@mazars.fr](mailto:yannick.atger@mazars.fr)

Léna Blanchet, Manager, Mazars  
[lena.blanchet@mazars.fr](mailto:lana.blanchet@mazars.fr)

Hélène Deschamps, Manager, Mazars  
[helene.deschamps@mazars.fr](mailto:helene.deschamps@mazars.fr)

Quentin Le Guern, Manager, Mazars  
[quentin.le-guern@mazars.fr](mailto:quentin.le-guern@mazars.fr)

Laure Bui Dac Phuoc, Senior, Mazars  
[laure.bui-dac-phuoc@mazars.fr](mailto:laure.bui-dac-phuoc@mazars.fr)

Adrien Garèche, Senior, Mazars  
[adrien.gareche@mazars.fr](mailto:adrien.gareche@mazars.fr)

Mazars est un groupe international et intégré spécialisé dans l'audit, la fiscalité et le conseil ainsi que dans les services comptables et juridiques\*. Présents dans plus de 90 pays et territoires à travers le monde, nous nous appuyons sur l'expertise de plus de 42 000 professionnels – plus de 26 000 au sein de notre partnership intégré et plus de 16 000 via « Mazars North America Alliance » – pour accompagner les clients de toutes tailles à chaque étape de leur développement.

\*Dans les pays où les lois en vigueur l'autorisent.  
[www.mazars.fr](http://www.mazars.fr)