

KRAMER LEVIN

KRAMER LEVIN NAFTALIS & FRANKEL LLP

EIFR

LES RENDEZ-VOUS DE LA RÉGULATION FINANCIÈRE ET DE LA CONFORMITÉ

11ème édition

Hubert de Vauplane

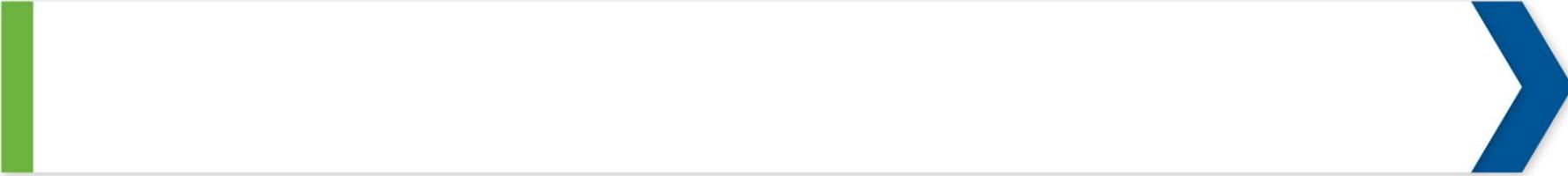
14/12/2017

Sommaire

Les OFS, nouveau véhicule de financement alternatif	4
Brexit : attentes et anticipations	8
Consultation publique de l'AMF sur les ICO	12

Définitions

AIFM	Directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs
CE	Conseil d'Etat
CCPs	Chambres de Compensation (LCH.Clearnet)
ELTIF	Fonds d'Investissement Européen à Long Terme (Règlement (UE) 2015/760)
FPS	Fond Professionnel Spécialisé
MiFID	Directive 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers
OT	Organismes de Titrisation
OFS	Organismes de Financement Spécialisés
RTO	Réception et Transmission d'Ordres



OFS et financement alternatif

Les OFS, nouveau véhicule de financement alternatif

- **Nouveau véhicule d'investissement, l'Organisme de Financement Spécialisé (OFS)**, crée par l'ordonnance n°2017-1432 du 4 octobre 2017, applicable à compter du 3 janvier 2018 sous réserve des décrets en CE à paraître avant fin 2017.
- **Deux formes juridiques possibles :**
 - forme sociétaire : Société de Financement Spécialisé (SFS)
 - copropriété : Fonds de Financement Spécialisé (FFS)
- **Les OFS sont des FIA** géré par une société de gestion "*full AIFM*" disposant des passeports AIFM gestion et commercialisation (contrairement aux OT)
- Eligible au label **FPE**, mais aussi **ELTIF** (contrairement aux OT)

Les OFS, nouveau véhicule de financement alternatif

- **Actif éligibles de l'OFS :**

- acquisition de titres de capital et de créances sur le marché secondaire
- octroi de prêt sur le marché primaire (origination) dans les conditions du Règlement ELTIF ou dans les conditions fixées par décret en CE, et uniquement si les prêts ont une maturité inférieure à la durée de vie résiduelle du fonds et si ces prêts ne sont pas financés par les emprunts contractés par l'OFS
- sous-participations en trésorerie, bons de caisse, minibons, actifs physiques...

- **Passif de l'OFS :**

- parts (FFS) ou actions (SFS)
- titres de créances
- recours à l'emprunt dans les conditions prévues par décret en CE. La compartimentation est possible, mais pas le *tranching*.

Brexit : attentes et anticipations

- Le régime des OFS combine les avantages des OT et des FPS :

AVANTAGE	FPS	OFS	OT
<i>Emission titres de créance</i>	X	✓	✓
<i>Acquisition de bons de caisse</i>	✓	✓	X
<i>Demandes de rachat à l'initiative du fonds</i>	✓	✓	X
<i>Recours à l'emprunt</i>	✓	✓	✓
<i>Tranching</i>	X	X	✓
<i>Bordereau de cession</i>	X	✓	✓
<i>Comptes d'affectation spéciale</i>	X	✓	✓
<i>Calcul d'une valeur liquidative</i>	✓	✓	X
<i>Exclusion des procédures collectives</i>	X	✓	✓
<i>Exclusion des procédures civiles d'exécution</i>	X	✓	✓

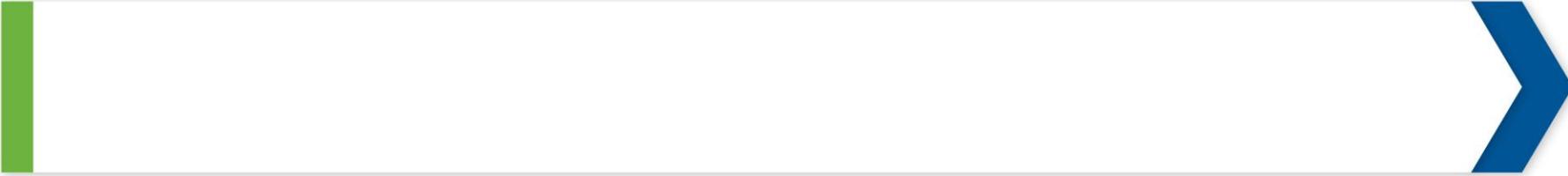
Les OFS, nouveau véhicule de financement alternatif

- L'OFS est éligible au label **FPE**, mais aussi **ELTIF** (contrairement aux OT, inéligibles au label ELTIF malgré l'agrément octroyé initialement par l'AMF mais non reconnu par les autres autorités compétentes de l'UE).
- L'OFS peut, de plus, réaliser des **souscriptions de titres de capital sur le marché primaire**, ce que ne peut pas faire l'OT.
- Tout comme les FPS et les OFS, les OFS auront la possibilité d'acquérir des **créances à naître entraînant une mise à disposition de fonds ultérieure**. Ils pourront également prendre des sous participations en risque et en trésorerie.
- **Incertitudes persistantes** : décrets d'application (et éventuelles instructions de l'AMF) devant encore être publiés + régime fiscal de l'OFS pas encore fixé. La loi de finances pour 2018 devrait permettre aux SFS d'opter pour l'IS afin de se prévaloir des conventions de double imposition.

Les OFS, nouveau véhicule de financement alternatif

- **Commercialisation de l'OFS :**

- Au près d'investisseurs professionnels et sous le **passaport "commercialisation" de la Directive AIFM**. Les investisseurs professionnels incluent les clients professionnels (art. L. 533-16 CMF) et les investisseurs étrangers appartenant à une catégorie équivalente.
- Il n'est pas acquis que les titres de créance émis par l'OFS puissent bénéficier du passaport "commercialisation" (la directive AIFM ne mentionne que les parts ou actions. Cependant, plusieurs autorités compétentes de l'UE ont reconnu les titres de créance indexés en capital et intérêt comme assimilables à des parts et donc couverts par le passaport "commercialisation").
- **Si un OFS est agréé ELTIF, il pourra être commercialisé auprès du public dans les conditions du Règlement ELTIF**. Dans cette hypothèse, un prospectus sera requis mais pas un document de notation.



Brexit : attentes et anticipations

Brexit : attentes et anticipations

- Perte des passeports** : à compter, en principe, du 29 mars 2019, le Royaume-Uni redeviendra un état tiers vis-à-vis de l'UE. Faute d'avoir négocié des équivalences réglementaires, la perte des passeports (accordés par exemple sous MiFID et AIFM) empêcherait les acteurs localisés à Londres de distribuer leurs services financiers au sein de l'UE27.

UCITS / AIF managers	
 UK based	 NL / EU based
1. Continue to be licensed in the UK	1. Continue to be licensed in the EU
2. Are allowed to continue providing its services to investors in the UK	2. Are allowed to continue providing its services in the EU
3. Will lose their EU passporting rights and will therefore not be allowed to market EU investors	3. Will remain their EU passporting rights for their UCITS / AIFMD funds
4. Will need to re-domicile to the EU to continue the use of passporting rights in the EU	4. Are allowed to continue to manage their funds set up in another EU country or the UK
5. In case such managers re-qualify as an AIF manager (see below) marketing to EU investors is possible on the basis of the AIFMD private placement regime	5. Will need to comply with the UK (private placement) rules in order to market the AIFMD / UCITS fund to UK investors
6. In case they manages funds set up in an EU country they will need a local EU manager to act as a management company. Any delegation from such local EU management company to the UK manager needs to be amended in accordance with the delegation requirements for non-EU managers	6. Do not need a local EU manager to act as a management company

Deloitte, 2017

Brexit : attentes et anticipations

L'exécution de contrats conclus avant la sortie du Royaume-Uni de l'Union pourra valablement se poursuivre postérieurement à celle-ci. Quels risques encourent les parties à ces opérations ?

La Cour de cassation dans une décision de principe a établi dès 2005 que la seule méconnaissance par un établissement de crédit européen n'ayant pas exercé le passeport en France de l'exigence d'agrément n'était n'est pas de nature à entraîner la nullité des contrats qu'il a conclus. Cette solution, de l'avis général de la doctrine, semble transposable aux entreprises d'investissement et au monopole des services qu'elles fournissent.

De plus, la simple exécution, y compris à titre habituel, d'obligations contractuelles au titre d'un contrat bancaire ou financier ne peut pas, en principe, être assimilée à une "prestation" de service bancaire ou d'investissement. Toutefois, il convient de distinguer, les services fournis dans le cadre de contrats à exécution successive et, dans ce cas, à quel moment la prestation caractéristique est fournie par le prestataire. En revanche, en ce qui concerne les services à exécution instantanée, dès lors que le service est effectivement fourni au client après le Brexit, une telle fourniture se heurte manifestement aux règles du monopole concerné.

Les services d'investissement à exécution successive (comme la gestion de portefeuille dans le cadre d'un mandat) conclus pre-Brexit pourront se prolonger postérieurement à la date effective de sortie de l'UE sans entraîner de violation du monopole. De même, il semble qu'un engagement pris pre-Brexit relatif à la fourniture d'un service bancaire pourra être exécuté postérieurement (la date de l'opération de banque étant elle de l'échange des consentements et non de remise matérielle).

Brexit : attentes et anticipations

Brexit et infrastructures de marché

- Dans la mesure où le Royaume-Uni ne sera plus membre de l'UE, et sous réserve d'éventuels accords transitoires et modalités de coopération futures qui pourraient être négociées entre les autorités britanniques et européennes, il est possible qu'à l'issue du Brexit les CCPs situées à Londres ne soient plus reconnues en qualité de QCCPs au sens des Règlements EMIR et CRR. En effet, indépendamment même de la question de savoir si la réglementation anglaise est, ou sera, jugée par la Commission européenne "équivalente" ou pas à celle de l'Union (cette équivalence étant déterminante pour permettre une telle reconnaissance du statut de QCCP), en l'absence d'un accord transitoire, le Royaume-Uni ne sera pas avant un Brexit formel en position de bénéficiaire des régimes d'équivalence. Ce régime n'est ouvert qu'aux pays tiers. Aucune des CCPs londoniennes ne sera non plus en mesure avant un Brexit formel de solliciter de l'ESMA une reconnaissance conditionnant l'octroi du statut de QCCP.

- Les enjeux juridiques de la perte du statut de QCCPs pour les CCPs situées à Londres, et plus particulièrement pour LCH Limited, sont difficiles à cartographier de manière complète, mais il est acquis que cette situation entraînerait l'obligation pour les participants de marché soumis au Règlement EMIR de déplacer la compensation des dérivés de taux, pour lesquels une obligation de compensation centrale est édictée par la réglementation européenne, au sein de QCCP, que celles-ci soient européennes ou étrangères (par exemple américaines puisque certaines se sont vues accorder ce statut par l'ESMA). A défaut d'un tel transfert, et au-delà des risques réglementaires liés à la violation des prescriptions du Règlement EMIR, les établissements de crédit et les entreprises d'investissement se verraient soumis à des règles prudentielles très défavorables au regard du Règlement CRR, au titre de leurs expositions sur ces CCPs, s'ils continuaient à compenser leurs opérations sur dérivés de taux d'intérêt au sein d'une CCP n'ayant pas le statut de QCCP.

Brexit : attentes et anticipations

Brexit et infrastructures de marché

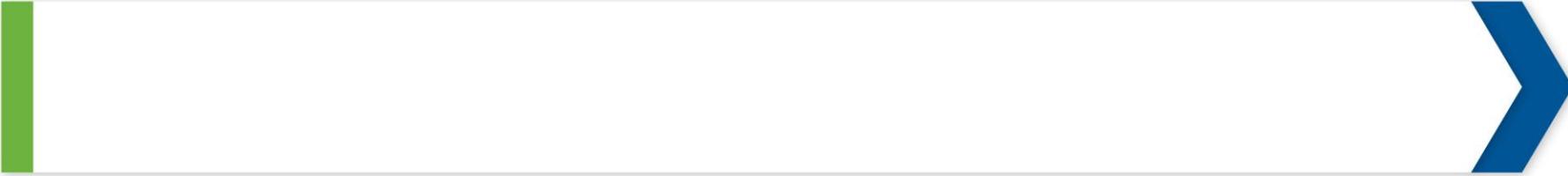
- Le Règlement CRR (article 497) prévoit un régime de transition dont bénéficient les CCPs d'Etat tiers et qui leur permet de bénéficier du traitement de QCCPs pour les besoins du CRR ce alors même qu'elles ne sont pas encore reconnues. Ce régime de « transition » qui ne vaut que pour le CRR, était initialement censé être de 15 mois, mais a déjà été renouvelée 4 fois par la Commission.
- Dans les deux cas (perte de statut de QCCP et/ou règle prescrivant la compensation dans l'UE des dérivés de taux d'intérêt), il est donc envisageable que les marchés et leurs opérateurs soient conduits post Brexit à procéder à des transferts massifs de flux d'opérations actuellement compensées à Londres, vers l'UE. La perte du statut de QCCPs par toutes les CCPs anglaises est, au moins temporairement dès l'entrée en vigueur du Brexit et sauf accord de transition, un fait a priori inéluctable. Mais cette perte est sans lien avec la question de savoir si, par ailleurs, l'UE décidait de mettre en œuvre ou pas une obligation de localisation de la compensation.
- **Le Haut Comité Juridique de la Place de Paris (HCJP) a constitué un groupe de travail "Brexit et infrastructures de marché" et a publié un avis relatif à ce sujet.**

Brexit : attentes et anticipations

- **Le Brexit soulève plus largement de nombreuses incertitudes juridiques** : règles de conflit de loi sur le netting dans les faillites bancaires, droit de la résolution bancaire, impact sur les contrats-cadres de place (LMA, ISDA, etc...). **Les activités de compensation** par les CCPs pourraient également être relocalisées au sein de l'UE27.
- En ce qui concerne les règles de conflit de loi sur le *netting* (i.e. clause de résiliation-compensation des opérations en cours, typiquement présentes dans les contrats-cadres d'opérations sur instruments financiers du type ISDA ou FBF), l'article 25 de la Directive no. 2001/24/CE du 4 avril 2001 concernant l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit (la "**DALEC**") prévoit une règle spéciale pour l'opposabilité des clauses de netting, par dérogation au Règlement (UE) no. 2015/848 du 20 mai 2015 relatif aux procédures collectives et à la Directive no. 2001/17/CE du 19 mars 2001 concernant l'assainissement et la liquidation des entreprises d'assurance.
- Cet article 25 prévoit que les conditions d'opposabilité aux tiers et à l'administrateur judiciaire de ces clauses doivent être exclusivement déterminées par le droit librement choisi par les parties pour régir le contrat où ces clauses sont stipulées – et ce sans limite de renvoi au droit d'un des états de l'Union.
- **Le HCJP a préparé un avis sur la faisabilité juridique du transfert de l'offre de compensation à paris, ainsi qu'un rapport sur l'impact du Brexit sur les contrats bancaires et financiers.**

Brexit : attentes et anticipations

- **Relocalisation des activités financières** : une relocalisation de certaines activités (gestion d'actif, etc.) est ainsi anticipée, notamment vers Frankfort, Dublin et Paris. Cette dernière accueille déjà l'ESMA, l'EBA, 4 des banques systémiques européennes ainsi que la première place de l'UE27 en terme de gestion d'actifs avec 3,800 milliards d'actifs sous gestion.
- **Attractivité renforcée de la place parisienne** : de nombreuses réformes ont été mises en œuvre depuis septembre 2017 afin de renforcer l'attractivité de la place financière de Paris :
 - baisse de l'IS (de 33 à 25% d'ici 2022),
 - suppression de la tranche d'imposition sur les hauts salaires (>150.000€),
 - réforme de l'ISF,
 - réformes du droit du travail,
 - simplification de la régulation financière (engagement du gouvernement de mettre fin à la sur-transposition en matière de régulation financière, et d'abroger les sur-transposition existantes),
 - établissement de cours internationales (dont les audiences se tiendraient en anglais) à Paris,
 - programmes spécifiques (AGILITY) d'accompagnement et d'agrément rapide par l'AMF des sociétés de gestion et des FinTechs relocalisant leurs activités à Paris.



Consultation publique de l'AMF sur les ICO

Consultation publique de l'AMF sur les ICO

- **Les Initial Coin Offerings (ICO) sont un nouveau processus de levée de fonds**, généralement effectuées par des startups aux activités liées à la technologie *blockchain*. Elles sont réalisées via un site internet crée par l'émetteur, sur lequel les investisseurs potentiels peuvent s'informer sur le projet à financier et sur le processus de financement. La souscription elle-même s'effectue *via* ce site internet, en crypto monnaie ou en Euros.
- **Une ICO diffère d'une levée de fonds classique** dans la mesure où l'émetteur ne propose ici ni part, ni actions, ni titres de créances (obligation, prêt) mais propose en contrepartie à l'investissement des jeton (*tokens*), à savoir un **actif immatériel transféré sur la blockchain et qui incorpore des droits déterminés librement par l'émetteur**.
- Ces droits, aussi variés qu'il y a d'ICO, incluent généralement un **droit d'usage** (droit d'accès à l'application ou au site qui sera développé par l'émetteur ou droit d'utilisation des services qui seront développés par l'émetteur), un **droit de gouvernance** (non pas un droit de vote classique au sein des instances gouvernantes de l'émetteur, mais plutôt un droit de prise de décisions collective pour les détenteurs de tokens membres de la communauté (site internet, application)), ou encore un **droit au partage des revenus** (par exemple, x% des revenus tirés de l'exploitation de l'application ou du site seront reversés aux porteurs).
- Ce nouveau mode de financement est très convoité depuis quelques mois de par sa rapidité/simplicité d'exécution. Certains régulateurs financiers nationaux ont déjà eu l'opportunité de prendre position sur ces opérations :

	COUNTRY	STANCE CHOSEN BY THE FINANCIAL REGULATOR
ICO BAN	SOUTH KOREA	Will ban raising money through all forms of crypto currencies, meaning “all forms of initial coin offerings regardless of using a certain technology or a certain name” will be banned.
	CHINA	Prohibition of token fundraising transactions. Companies that have already launched an ICO are required to refund the tokens issued
INVESTORS WARNINGS /	USA	tokens offered by the company The DAO are securities within the meaning of the 1933 Information for potential investors on ICOs.
	UNITED KINGDOM	Warning potential investors about the risks associated with ICOs.
	CANADA	ICOs might be governed by Canadian securities laws (knowing that tokens would, however, not always constitute securities for the purpose of such laws) or by Canadian derivative laws (if the products issued qualify as derivatives). “However, in many cases, when the totality of the offering or arrangement is considered, the coins/tokens should properly be considered securities.”
	SINGAPORE	“MAS’ position of not regulating virtual currencies is similar to that of most jurisdictions. However, MAS has observed that the function of digital tokens has evolved beyond just being a virtual currency. For example, digital tokens may represent ownership or a security interest over an issuer’s assets or property. Such tokens may therefore be considered an offer of shares or units in a collective investment scheme ¹ under the SFA.”
	HONG KONG	Tokens may qualify as securities under the Securities and Futures Ordinance.
	SWITZERLAND	ICOs are susceptible, depending on their structuring, to be governed by (i) AML/KYC regulations (ii) banking monopoly provisions (iii) securities and derivatives trading regulations and (iv) collective investment schemes regulations. As mentioned by the FINMA, “the likelihood arises that the scope of the application of at least one of the financial market laws may encompass certain types of ICO model”.
	JAPAN	Underlying the “high risks” associated with ICOs (i.e. token volatility and likelihood of fraud) and warning issuers and investors that ICOs, depending on how they are structured, may fall within the scope of the Japanese Payment Services Act and/or of the Japanese Financial Instruments and Exchange Act.
	NEW ZEALAND	The extent to which an ICO is regulated depends on whether a ‘financial product’ is being offered to retail investors. The specific characteristics and economic substance of an ICO will determine if the token should be classified as a financial product. All tokens or cryptocurrencies are securities under the FMC Act – even those that are not financial products.
	AUSTRALIA	“ASIC recognises that ICOs have the potential to make an important contribution to the options available to businesses to raise funds and to investment options available to investors”, An ICO, depending on how it’s structured, could be qualified as a managed investment scheme, as a public offer and/or as an offer of derivatives. If the rights attached to the coin (as described in the white paper) are similar to rights attached with a share (ownership of the body, voting rights, participation in profits...), the coin will likely fall under the definition of a share.
	DUBAI	Public warning on the risks associated with ICOs. The DFSA does however not regulate ICOs and tokens.
	MALAYSIA	Investor’s warning on risks associated with ICOs.
	RUSSIA	Underline the high risks associated with ICOs.
	ABU DHABI	Existing KYC would be applicable to ICOs and some tokens, on a case-by-case basis and depending on how they are structured, may be classified as securities while others may be classified as commodities. Companies wishing to execute an ICO must approach the FSRA to see whether it will fall under the body's regulation. Some ICOs that will remain unregulated (if the token =/= security).
	LITHUANIA	“Although organizing ICO is not regulated by specific legislation, taking into account different ICO models and different characteristics of coins, the Bank of Lithuania would like to point out to ICO organizers and coin distributors that, in some cases, such activity may be subject to the requirements of the legislation of the Republic of Lithuania.”
POSTIIVE STANCE	FRANCE	ICO assistance and research program dubbed “UNICORN” to provide issuers with a framework for their ICO and to explore potential future regulatory actions consultation on ICOs, in which three regulatory options are presented: issuing guidelines on ICOs without changing the existing regulations, placing ICOs under the regime applicable to public offers of securities, or enacting a new, specific regulation for ICOs
	GIBRALTAR	“Tokens vary widely in design and purpose. In some cases, tokens represent securities, such as shares in a company, and their promotion and sale are regulated as such. More often, tokens serve some cryptocurrency or functional use that is unregulated, such as prepayment for access to a product or service that is to be developed using funds raised in the ICO.”

Consultation publique de l'AMF sur les ICO

- Dans une consultation publique datée du 26 octobre 2017, l'AMF interroge jusqu'au 22 décembre 2017 les parties prenantes sur la régulation appropriée des ICO.
- L'AMF affirme, dans cette consultation, que « *la plupart des offres d'ICO dont [elle] a connaissance ne semble pas relever, en principe, des règles dont l'AMF assure le respect* » (et notamment les règles relatives à l'offre publique de titres financiers ou aux placements collectifs). Cette position fait de l'AMF un des régulateurs les plus "bienveillants" face aux ICO (cf. tableau slide précédent).
- L'AMF envisage 3 axes potentiels de réglementation future des ICO :
 - Absence de réglementation spécifique aux ICO, celles-ci étant régulées (i) par la réglementation en vigueur lorsque le token pourra être qualifié soit de titre financier, soit de biens divers, soit de placement collectif, ou (ii) par des règles de bonne pratique non-contraignantes à l'élaboration desquelles seraient associés les acteurs de place ; ou
 - Application de la réglementation « Prospectus » (i.e. relative aux offres au public de titres financiers) aux ICO ; ou
 - Adoption d'une réglementation spécifique aux ICO, à savoir soit un régime d'autorisation préalable, soit un régime d'autorisation optionnel.

KRAMER LEVIN

KRAMER LEVIN NAFTALIS & FRANKEL LLP

KRAMER LEVIN



Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP

47, Avenue Hoche 75008 Paris

Tel +33 (0)1 44 09 46 80 Fax +33 (0)1 44 09 46 01

Mob +33 (0)6 80 11 74 82

hdevauplane@kramerlevin.com

New York Paris Silicon Valley www.kramerlevin.com

Hubert de Vauplane

Avocat / Attorney

CONTACT