

## Réponse de l'Af2i à la consultation de la Direction Générale du Trésor sur une modification des règles d'investissements des sociétés d'assurances dans les Fonds Communs de Titrisation

L'Association Française des Investisseurs Institutionnels (Af2i) <sup>1</sup> remercie la Direction Générale du Trésor de lui donner l'opportunité de répondre à la consultation sur une modification des règles d'investissement des assureurs dans les Fonds communs de titrisation.

Notre réponse porte à la fois sur des considérations générales et sur des points techniques.

### Considérations générales

L'Af2i accueille favorablement ce projet de modification. La modernisation de ces règles est nécessairement utile et pertinente, compte tenu des époques de rédaction de textes existants et de l'effet des mesures envisagées. L'Af2i avait, en juillet 2012, dans sa réponse à la consultation sur le rapport du Comité de Place sur « la transposition de la Directive AIFM et développement de la gestion innovante » suggéré de ne pas exclure des travaux de transposition ceux permettant de favoriser le développement de fonds investis dans les infrastructures ainsi que les fonds qui pourraient investir dans ces créances bancaires de nature industrielle ou immobilière. Certes le monde bancaire use des « special purpose vehicles », mais les investisseurs institutionnels sont plutôt favorables à des structures plus simples et juridiquement mieux identifiées.

---

<sup>1</sup> L'Association Française des Investisseurs Institutionnels (Af2i) a été créée en septembre 2002 avec pour ambition de fédérer tous les acteurs économiques concernés par les procédures et techniques de gestion institutionnelle quelle que soit leur famille d'appartenance (retraite, prévoyance, mutuelle de santé, assurance, association, fondation, corporate, entité publique et institution spéciale...).

*Forte de cette position fédératrice, l'Af2i veut être un centre de proposition et de réflexion, d'information et d'assistance. Elle cherche à définir et faire connaître les meilleures pratiques pour les investisseurs institutionnels sur les techniques de gestion, les marchés, les instruments financiers. Elle mène une veille réglementaire prospective et établit chaque année une cartographie précise de ses membres et du monde institutionnel.*

*L'Af2i assure la représentation de ses Membres auprès des diverses autorités financières de régulation, de tutelle et de contrôle nationales ainsi que de ses homologues européens et participe aux groupes de travail de place auxquels elle est conviée.*

*Elle compte aujourd'hui 76 membres, représentant plus de 1 700 milliards d'euros d'actifs gérés, auxquels ils faut ajouter les membres partenaires représentatifs des différents métiers des prestataires de gestion et du titre. (SGP, banques, consultants, fournisseurs d'indice). Du fait de la diversité de ces membres, elle est l'association la plus représentative du monde institutionnel européen.*

L'Af2i souhaite néanmoins rappeler que les assureurs sont dotés d'un modèle économique qui n'est pas vraiment compatible avec les opérations de crédit qui doivent demeurer un privilège exclusif des banques qui sont, pour leur part, dotées d'un modèle et d'un plan de comptes adaptés.

Qu'il soit donc ici clairement indiqué ou répété que les assureurs ne sont pas et ne seront jamais des banquiers. Ils n'en ont ni la structure ni, le plus souvent, les équipes.

Au surplus, les taux des prêts pratiqués par les banques sont souvent de niveaux insuffisants pour espérer assurer la rentabilité des opérations en « stand alone », ce qui serait le cas d'un investisseur engagé dans la seule activité de crédit.

Rendre attractifs l'espérance de rendement de nouveaux FCT de dette immobilière, commerciale ou industrielle pour des investisseurs institutionnels ne peut se concevoir, compte tenu des coûts de montage et de gestion, qu'au prix de décotes significatives sur la valeur des dettes titrisées.

Enfin, il y a un certain paradoxe également à voir les banques allouer une part importante de leurs ressources financières, en termes de fonds propres et de dépôts, au développement d'opérations d'assurances dans un premier temps, puis s'enquérir des possibilités de cette dernière profession à venir en soutien de leur propre activité d'origine.

Ces principes de politique générale étant réaffirmés, il faut bien constater qu'il y a également des motifs légitimes et circonstanciels de porter un intérêt à des fonds de « prêts directs à l'économie », même si, de cette locution, on ne doit retenir que la partie explicite « prêts directs ».

Les éléments de circonstance sont en effet importants :

- ambiance de crise monétaire et financière persistante ;
- de-leveraging spectaculaire des établissements de crédit pouvant provoquer une réduction significative de leurs capacités de financement ;
- recherche par les assureurs d'actifs de diversification et de rendement dans l'objectif d'accomplir une gestion optimisée des engagements de passifs et une meilleure rémunération globale.

Dans cette recherche, il y a lieu de distinguer très nettement les efforts à consentir en relation avec :

- le **re-financement** de l'économie, il s'agit là pour l'essentiel de la titrisation de prêts bancaires disposés en portefeuilles cédés à une SPV qui émet à son tour des obligations simples ou sécurisées par des actifs surdimensionnés. C'est là probablement la mission la plus urgente et la plus naturelle pour les investisseurs institutionnels, sous des conditions strictes de rétention de risque, de rémunération et de capacité de l'investisseur à pouvoir contrôler les opérations ;
- le **financement de l'économie** : c'est dans cette catégorie que pourraient être rangés les « prêts directs à l'économie » envisagés dans ce projet.

Nous avons, à plusieurs reprises et dans différentes circonstances, regretté le maintien d'une dénomination générique, correspondant à des opérations anciennes aujourd'hui encore mal perçues. Nous aurions largement préféré que la transposition de la Directive AIFM soit l'occasion de l'abandon de cette catégorie générique au profit d'une dichotomie entre « Fonds de financement » et « Fonds de refinancement » ou pour le renouveau des termes « Fonds commun de créances FCC », en distinguant ensuite les « créances primaires » et les « créances secondaires ». Il nous semble qu'il

n'est pas trop tard pour le faire et de prévoir, par l'entremise du RGAMF, de fixer une classification des différents types de fonds précise et non équivoque.

Dès lors, il paraît possible d'envisager des « fonds de prêts directs à l'économie » sous forme de FIA selon leurs caractéristiques, assortis de conditions différenciées de celles concernant les Fonds :

- Fonds donc mono-tranche et non rechargeable à durée limitée : c'est important et c'est une source de liquidité structurelle ;
- Taille minimale de l'émission et valorisation : il faudrait revoir en retrait les exigences applicables aux opérations de titrisation ;
- Société de gestion agréée dans l'Union européenne.

Globalement, ce projet rejoint les objectifs de l'Af2i en termes de liberté d'investissement dans un univers élargi, sous les réserves de principe exprimées en introduction de ce propos. En particulier, le fait de les rendre éligibles en dehors du ratio « poubelle » est une réelle avancée.

### Points techniques

- **Classification au sein du R.332-2**

La classification des FCT dans le Code des Assurances va se complexifier et devenir protéiforme : R.332-2-2°, R.332-2-2°bis, R.332-2-2°quater, R.332- 2.6°, R.332-2.12°bis. Nous avons compris que le classement était fonction de la négociation ou non sur un marché réglementé, de l'indépendance ou non de la valorisation, du mode de valorisation R 332-2-19 ou R. 332-2-20) et du respect des conditions de l'article R.332-14-2.

Toutefois, toutes ces spécificités ne ressortent pas clairement de la rédaction de ces articles du Code. Une rédaction plus simple et une distinction plus claire nous paraît hautement souhaitable.

- **Mono tranche**

Nous pensons que la caractéristique mono-tranche souhaitée ne devrait pas empêcher la possibilité de créer des fonds à compartiments, avec différentes maturités, ou créées avec des maturités glissantes, ou même concentrés sur des secteurs économiques différents.

- **Créances primaires / créances secondaires**

Il n'est pas précisé si le fonds devrait être exclusivement composé de financement primaire ou de financement secondaire ou pourrait être investi dans un mix des deux. Il devra être précisé s'il s'agit potentiellement de financement intégral ou de co-investissement aux côtés de banques originatrices.

- **Fonds rechargeable / non rechargeable**

S'agissant d'un fonds à maturité définie, il devrait être possible de substituer un actif amorti ou cédé contre un autre, dès lors que la maturité d'origine n'est pas modifiée.

- **Double valorisation**

Nous ne sommes pas persuadés qu'une double valorisation indépendante soit aujourd'hui nécessaire. Une valorisation réalisée sous la responsabilité du Gérant, doublée par une valorisation externe paraît suffisante, d'autant que le métier de valorisateur devient de plus en plus complexe et exigeant en termes de moyens humains et techniques. A défaut, il existe un risque réel de blocage de tout projet à venir, car il y aura forcément un des participants qui sera lié avec le groupe bancaire du valorisateur. En effet, les sociétés spécialisées dans la valorisation sont, pour l'essentiel, des filiales de grands

établissements conservateurs. La filialisation et la mise ne place de « murailles de Chine » sont tout à fait compatibles.

- **Limite d'investissement de 10%**

Il nous paraît paradoxal d'autoriser une limite de placement pour les fonds investis en prêts à des sociétés non cotées, supérieure à la limite prévue pour des fonds investis en prêts à des sociétés cotées, théoriquement plus solides, qui n'auraient droit qu'à une fraction du ratio « poubelle ».

- **Extension à d'autres familles institutionnelles**

Nous rappelons que l'Af2i est favorable à rendre cohérentes et, sauf spécificité à chaque métier, identiques les listes des placements éligibles des familles institutionnelles, à charge par les conseils d'administration et/ou les instances de direction et de surveillance de ces institutions de déterminer les classes d'actifs, les segments de marché, les placements éligibles et les limites d'investissement en fonction des caractéristiques de leurs passifs, de leur allocation d'actifs stratégique et, enfin de

niveaux de risques acceptable.

Nous restons à votre disposition pour tout complément d'information dont vous auriez besoin.

Philippe HAUDEVILLE  
Secrétaire Général  
philippe.haudeville@af2i.org

Jean EYRAUD  
Président  
jean.eyraud@af2i.org