

Appel à témoignage

Call for evidence on EU regulatory framework for financial services

Réponse de l'Association française des investisseurs institutionnels Af2i

N° d'identification : **12781802207-73**

L'Af2i¹ remercie la Commission européenne de lui permettre d'apporter sa contribution à l'appel à témoignage lancé par elle. Cet appel à témoignage est bienvenu, espérant que les doublons, incohérences, lacunes et règles aux effets indésirables feront cette fois-ci l'objet d'un véritable suivi et des corrections dans les mois à venir.

L'Af2i se limite à des commentaires généraux et à des recommandations, n'étant pas en mesure de répondre à toutes les questions contenues dans le questionnaire électronique.

¹ 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, entreprise, entité publique et institution spéciale...). Est investisseur institutionnel toute entité publique ou privée, dont les engagements et/ou les actifs sont réglementés par une loi, un décret ou par un organisme central fédéral.

Fort de cette position fédératrice, l'Af2i est 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 78 membres, représentant près de 2 200 milliards d'euros d'actifs gérés, auxquels il faut ajouter les membres associés étrangers et les membres partenaires représentatifs des différents métiers des prestataires de gestion et du titre (SGP, banques, courtiers, consultants, fournisseurs d'indice). Du fait de la diversité de ces membres, elle est l'association la plus représentative du monde institutionnel européen.

Commentaires généraux

I - Nécessité de revoir certains objectifs affichés pour l'Union européenne

Lors de sa formation, la nouvelle Commission présidée par M. Jean-Claude JUNCKER s'est fixé comme objectifs prioritaires : l'emploi, la croissance et l'investissement. Nous ne pouvons que nous en féliciter.

Dans cette optique, l'Union des Marchés de Capitaux a été vue comme le moyen d'y contribuer grâce la mise en place d'un marché de capitaux à la fois commun et unique, robuste et efficace et au développement de nouveaux outils : titrisation STS, crowdfunding, fonds d'investissement long terme, placements privés, etc.

Nous souhaitons, dans nos commentaires généraux, souligner quelques aspects importants pour les investisseurs institutionnels, si l'on souhaite les associer de manière plus étroite, aux objectifs de la Commission.

Liquidité des marchés

La liquidité des marchés fait partie des sujets qui marquent les esprits depuis les années récentes. Des associations de place (AMAFI) ou internationales (ICMA), certaines BFI, les banques centrales (BDF, BCE, BRI) ou les régulateurs (ESMA, AMF) ont publié des études dont les conclusions parfois diffèrent, mais concordent sur une diminution de la liquidité globale des marchés de taux. Les raisons en sont nombreuses :

- La fragmentation du marché obligataire et la prolifération des plateformes de trading ;
- La réglementation CRD 4 qui a réduit les « books » des banques et entraîné le déclin du market-making lié à différents facteurs, comme le coût des couvertures ;
- La réglementation sur la résolution des banques, qui accroît les charges en capital ;
- La volonté de séparer les activités bancaires en cherchant à confiner certaines activités de marché ;
- Le projet de TTF, qui ne pourrait avoir que des impacts négatifs sur le marché obligataire corporate et high yield.

S'y ajoutent, pour les investisseurs finaux, les effets de la politique monétaire de la Banque centrale sur les rendements du marché obligataire. Le niveau très bas atteint par les taux obligataires conduit les investisseurs à préférer conserver leurs obligations jusqu'à leur amortissement. Les arbitrages de papiers deviennent inutiles, hasardeux, coûteux et risqués, ce qui entraîne également une baisse des transactions sur ces marchés.

Le développement du financement des entreprises par les marchés, tant souhaité par la Commission européenne, suppose d'offrir des conditions financières attrayantes et compétitives aux investisseurs. Depuis la crise, la politique monétaire privilégie aujourd'hui trop les emprunteurs et déstabilise les politiques d'investissement. Cette situation n'est pas tenable à long terme.

Financement à long terme

L'Af2i a alerté depuis longtemps sur les risques liés aux nouvelles dispositions de la réglementation prudentielle, qui réduisent l'appétit des investisseurs pour les actifs financiers ou réels de long terme, cotés ou non cotés.

Les exigences en fonds propres et les règles d'adossement plus strictes de la nouvelle réglementation bancaire en matière de crédit vont, on le sait, restreindre l'appétence des banques. La tentation est de vouloir compenser cela par un recours plus important de financement par le marché.

Ce n'est pas la solution optimale. Nous pensons que le financement par le marché concernera au mieux les ETI et que les banques auront toujours une meilleure vue du risque « entreprise » du fait de leurs relations quotidiennes avec leurs clients, ce que les investisseurs n'auront jamais. En second lieu, les régulateurs et les superviseurs eux-mêmes veulent limiter le développement de la finance parallèle, dont ils craignent les débordements. Il faudra bien que l'Europe choisisse et arrête de fustiger, tantôt les uns, tantôt les autres, tout en voulant croire qu'elle pourra contrôler l'ensemble.

Typiquement, les Directives CRD4 et Solvabilité2, la future norme IFRS 9 ne favorisent pas les investissements longs (obligations d'entreprise, actions, infrastructures, private equity, prêts) en se privilégiant une appréciation surévaluée du risque à court terme, ne correspondant pas à la réalité du métier des investisseurs concernés.

En outre, comme nous l'avons dit au paragraphe précédent, les objectifs de l'Union peuvent être contrariés par la politique monétaire. On a trop sous-estimé les interconnexions entre réglementation prudentielle et politique monétaire et les effets de levier négatifs qu'elles engendrent.

Place des OPC dans la vie économique et financière

Si, au travers des Directives UCITS et AIFM, l'Union européenne a donné des définitions et des règles communes aux OPC, les réglementations prudentielles et comptables ne leur reconnaissent aucune spécificité par rapport aux titres vifs, malgré la diminution des risques de marché universellement reconnue du fait de la diversification des instruments financiers.

Les entreprises détentrices d'OPC soumises aux réglementations Bâle III et Solvency II sont ainsi contraintes de procéder à des analyses de risque par « transparisation », faisant abstraction de la diminution du risque lié à la gestion collective et à l'action du Gérant. Dernier exemple en date : les règles applicables aux OPCVM acquis avant le 31 Décembre 2016 dans le cadre de Solvabilité 2.

Tout cela entraîne des coûts informatiques et de traitements considérables.

De leur côté, les normes comptables IFRS ignorent tout autant les avantages de la gestion collective et, plus grave encore, ses règles de fonctionnement et de déontologie. La gestion collective est particulièrement maltraitée, n'étant, selon le projet de norme IFRS 9, ni assimilable à un instrument de dette, ni à un instrument de capitaux propres.

Ces mêmes normes exigent par exemple qu'une banque ou un assureur ayant une filiale d'asset management de consolider les OPC détenus par eux, sans tenir compte de l'indépendance intellectuelle de la société de gestion par rapport à la société mère et les murailles de chine qu'elle est réglementairement obligée de mettre en place et de respecter.

L'Union a besoin d'une cohérence d'ensemble et devrait plutôt promouvoir l'apport de la gestion collective dans la diminution du risque financier.

Compétitivité du marché européen

On peut raisonnablement dire que l'ensemble de la réglementation européenne repose sur le principe (nous pensons plutôt le dogme) de la concurrence, seule à même selon elle de créer de la compétitivité au sein de l'Union et d'améliorer le sort des européens, citoyens ordinaires ou acteurs des services financiers.

En fait, on s'aperçoit que la concurrence à tout prix n'apporte pas les voies d'une meilleure unification du marché européen, du fait d'effets de second tout mal appréciés. Ainsi, pour ne reprendre que l'exemple déjà mentionné plus haut, la liquidité du marché obligataire souffre de la fragmentation liée au développement frénétique des plateformes de marché, encouragée par l'Union. Idem pour les marchés d'actions qui, grâce aux nombreuses plateformes qui se sont créées ont permis le développement rapide du « high frequency trading », qui s'auto-enrichit au détriment des investisseurs finaux.

Enfin, effets de second tour, les régulateurs et superviseurs, malgré les innombrables reportings qu'ils reçoivent, savent réellement ce qui se passe sur ces marchés et en exploitent les données.

Quant aux investisseurs, ils n'ont plus à leur disposition des données de marchés fiables et universelles facilitant la préparation de leurs ordres et la valorisation de leurs portefeuilles.

Autre effets de cette politique de concurrence :

- l'acceptation d'intervention d'acteurs de pays-tiers, sans véritable réciprocité dans leur pays d'origine ;
- le refus d'autoriser les croissances externes des acteurs industriels ou financiers, capables de rivaliser avec leurs concurrents non européens.

Il est temps de revoir clairement cette politique de concurrence à tout prix, proprement mortifère, pour les acteurs et avec un bénéfice réel final très limité pour les populations.

La fiscalité devra tôt ou tard aller sur la voie d'une harmonisation progressive et combattre fermement les projets contraires (comme l'inutile projet sur la TTF).

Innovation et flexibilité

Comme dans beaucoup de domaines, les révolutions numériques et technologiques de tous ordres sont en train de modifier les métiers de la banque, des moyens de paiement, du crédit, de l'assurance, de la finance, de l'investissement et de la gestion d'actifs.

Sans tomber dans la facilité de l'attrape-tout, l'Europe se doit d'être à l'avant-garde de ces révolutions, tout en conservant un œil vigilant sur les risques qui pourraient en découler, risques liés à la sécurité des personnes, des biens, des données (cyber-sécurité), du terrorisme, mais également la sécurité financière des actifs et des transactions, à laquelle l'Af2i est très attachée. La crise de 2008 l'a montré.

Pour échapper à de tels écueils, l'Europe doit certes être réactive et flexible face à ces changements technologiques potentiels. Elle doit disposer également d'équipes capables d'être à l'affût de ces innovations et de les analyser, faire en sorte que le processus législatif soit nettement plus réactif et rapide qu'aujourd'hui avec des textes ne prétendant pas régler tous les détails....

II - Améliorer le processus législatif

Au chapitre précédent, nous disions que la révolution permanente que la technologie apporte devait conduire à une Europe innovante, mais vigilante et plus réactive. La Commission européenne est sensible à l'idée d'améliorer la régulation en Europe. Nous pensons que cela passe par six principes assez fondamentaux :

1° Elaborer des textes drastiquement plus concis

Elaborer des textes trop longs est l'assurance d'erreurs, d'incohérences et de débats sans fin.

Si l'on ajoute au dispositif contenu dans ces textes des introductions et des attendus qui doublonnent le texte législatif lui-même, ces risques sont doublés, voire triplés. La qualité de la rédaction, la simplicité et la stabilité des textes doivent être prioritaires.

Nous constatons bien souvent que certains textes européens reposent sur des fondements erronés, sur des contresens qui débouchent ensuite sur des dispositifs trop rigides et difficilement applicables en l'état.

Voici trois exemples caricaturaux que nous ne souhaitons plus revoir :

1°) Dans le projet de règlement européen sur les fonds monétaires

Dans les considérants du projet de règlement (cf. page 12), les fonds monétaires sont décrits comme des outils de financement des établissements financiers, des entreprises et des Etats. C'est un contresens et historiquement faux. Ce sont des outils de gestion et de placement de la trésorerie des entreprises et des investisseurs qui recherchent au fil des ans comme placements les instruments financiers les plus rentables à court terme. Lorsqu'ils investissent en obligations courtes ou à taux variable acquises sur la marché secondaire, les fonds ne fournissent aucun financement nouveau ; ils participent tout au plus à la liquidité de ce marché. Ce projet de texte fourmille d'autres exemples de contre-sens.

2°) Dans le projet de directive sur les engagements à long terme des actionnaires

Dans ses attendus, le projet de texte reproche aux investisseurs institutionnels de se focaliser sur les performances court terme puis fustige les gestions indicielles, alors que d'une part leur mission est de couvrir leurs engagements de passifs par des actifs congruents et pour y parvenir, leurs actifs sont au contraire plutôt stables dans le temps. En outre, les gestions indicielles sont tout à fait adaptées à des positions longues car elles offrent un faible turn-over et une tarification de frais moins élevée.

3°) Dans le projet de TTF européen

Dans un Memo sur la Taxe sur les transactions financières dans le cadre de la coopération renforcée du 14 février 2013, on peut lire :

(...)Les fonds de pension disposent généralement d'un portefeuille diversifié d'actifs et investissent leurs capitaux dans des instruments financiers (principalement les obligations), mais également dans des actifs qui ne sont pas concernés par la TTF, tels que les espèces/devises, les dépôts, l'immobilier, les prêts, l'or et l'argent, etc.

Les fonds de pension conservateurs financés par capitalisation suivent généralement des stratégies d'investissement à faible risque consistant principalement à acheter des obligations ou des actions lors de leur émission pour les conserver jusqu'à leur échéance. (...).

Ces affirmations révèlent une méconnaissance réelle des sujets et des métiers des investisseurs. On attend plus de sérieux de la part des rédacteurs de textes pour la Commission. Ceci plaide pour une meilleure écriture des textes, commentaires et surtout une plus grande concision.

2°) Veiller à des mesures proportionnées à l'ensemble des acteurs

La réglementation européenne doit veiller à calibrer les règles qu'elle édicte pour éviter que seuls les grands acteurs soient en mesure de les appliquer. Seules l'intégrité des marchés et la protection des investisseurs doivent être le fil conducteur.

Tous les acteurs sont unanimes à juger que le projet de directive MIFID II va, par un dispositif inadapté, à l'encontre des objectifs de protection des investisseurs, en particulier de détail, de développement du financement par le marché des PME et ETI cotées et se traduira par une déstabilisation du business model des asset managers.

3°) Réduire la durée du processus législatif

Si on peut se féliciter que l'Union ait adopté une démarche participative, associant les utilisateurs finaux par des consultations, puis par des débats parlementaires, par des trilogues (Conseil, Commission, Parlement), nous constatons que les délais de mise en œuvre d'un texte en sont allongés au point que l'adoption définitive ne se réalise que dans des délais anormalement longs de plusieurs années (16 ans par exemple pour Solvabilité 2 !).

Alors que les acteurs financiers plaident pour une pause réglementaire, nous constatons une profusion toujours plus grande des consultations de tous ordres, émanant des différentes autorités européennes et nationales, de plus en plus longues et complexes, rendant le travail de réponses par les associations de place plus en plus difficile.

Si on y ajoute la tendance à remplacer les Directives par des Règlements, au prétexte d'une nécessaire uniformisation des réglementations locales, des produits ou véhicules, nous voyons de nouveaux risques : celui d'une obsolescence rapide² ou d'une durée excessive pour corriger la moindre anomalie, erreur, cas imprévu d'un texte ou d'une partie d'un texte.

Nous considérons que l'Union doit, en plus de rechercher des textes beaucoup plus courts, laisser aux corps intermédiaires locaux le soin de transposer ces textes dans la législation de chaque pays. Tout le monde y gagnerait. Et ne croyons pas que la transversalité est source systématique d'amélioration du bien-être et de simplification.

Évitons enfin les critiques d'autrefois envers les juristes médiévaux : « *in facilibus verbosae, in angustiis diffusi, in difficilibus muti.* ».

4°) Mettre au point des définitions universelles communes : l'exemple des investisseurs institutionnels

Il n'existe pas de définition juridique internationale des investisseurs institutionnels. On en trouve ainsi des très larges comme des plus restreintes. À titre d'exemple CELIK et ISAKSSON (OCDE

² Le projet de règlement sur les fonds monétaires n'a pas prévu l'hypothèse de taux négatifs, donnant aux fonds monétaires une performance négative sur courte période et désormais potentiellement négative sur longue période.

2013)³ dressent un panorama très large en mentionnant parmi les institutionnels les fonds souverains, les acteurs du capital investissement, les OPCVM, les assureurs, les « hedge funds » et les ETF. Dans une enquête très récente, Allianz Global investors inclut de son côté les banques, les « family offices », les entreprises non financières. Un memo de la Commission Européenne, attaché à la consultation sur la CMU, mentionnait les ETF et les opérateurs sur High Frequency Trading !

L'Af2i⁴ a, quant à elle, une vision nettement plus précise et plus restrictive. Elle qualifie **d'investisseurs institutionnels les seules entités publiques ou privées, dont les engagements et/ou les actifs sont régis par un texte législatif ou réglementaire, par un organisme central ou une fédération d'entités**. Ce sont ses adhérents potentiels. Cette vision est partagée avec certaines associations de place étrangères.

Ils se distinguent la fois des **entreprises**, financières ou non financières, qui investissent pour leur compte propre, des **épargnants** ou encore des **gérants d'actifs** (« asset managers », « family offices »), dont la mission est de gérer, selon des formats appropriés et/ou régulés, des capitaux, pour plusieurs types de clientèles déterminés, avec des objectifs de gestion généraux ou spécifiques affichés (classes d'actifs, performance, risque, etc.).

Il existe ainsi en France une bonne vingtaine de **familles institutionnelles**, dont la caractéristique commune est celle de disposer d'engagements et/ou d'actifs réglementés, l'un n'allant généralement pas sans l'autre. En termes de placements, elles n'ont certes pas toutes les mêmes contraintes, mais elles sont en tout cas face aux mêmes problématiques de définition d'une allocation d'actifs, d'une politique d'investissement et de gestion de leurs actifs ainsi que de déformation et de valorisation de leurs passifs.

Les sociétés d'assurances anonymes et mutuelles relèvent ainsi du **code des assurances**, les mutuelles du **code de la mutualité**, les **institutions de prévoyance** et les **caisses de retraite** du **Code de la Sécurité Sociale**. A côté, on trouve les rares **fonds de pension** français, certaines **associations** spécifiques, les **fondations reconnues d'utilité publique** et les **fonds de dotation**, ainsi que diverses entités publiques bien connues (Fonds de réserve pour les retraites, Caisse des Dépôts, fonds de garantie divers, etc.). Autre exemple : depuis 2006, les entreprises françaises du secteur nucléaire ont vu leurs engagements et leurs actifs réglementés par une loi et un décret⁵ : EDF, AREVA et le CEA sont notamment devenus des investisseurs institutionnels couvrant par des actifs financiers leurs engagements de très long terme.

Les investisseurs institutionnels agissent donc aussi bien dans le cadre de fonctions d'assurance, de préparation de la retraite, de prévoyance que dans celui de la solidarité nationale, dans la couverture de passifs industriels ou encore en remplissant des missions d'intérêt public.

Il est fondamental que la réglementation européenne utilise une terminologie claire et pérenne et non des définitions parcellaires ou hétéroclites et surtout différentes selon le texte parce que cela l'arrange dans ses prétendues démonstrations. Exemple : le projet de Directive sur l'engagement à long terme des actionnaires ou investisseurs institutionnels se limite aux assureurs-vie, et aux fonds de pension.

³ Çelik, S. and M. Isaksson (2013), "Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do?", OECD Corporate Governance Working Papers, No. 11, OECD Publishing.
<http://dx.doi.org/10.1787/5k3v1dvmfk42-en>

⁴ Seule association européenne à fédérer tous types de familles institutionnelles

⁵ Loi du 28 juin 2006 – décret du 23 février 2007

De nombreux concepts mériteraient d'être définis ou revisités avant même de réfléchir à une réglementation : instrument financier, produit dérivé, ETI, PME, tenue de marché. Nous suggérons la mise au point d'un glossaire européen multilingue facilitant une meilleure compréhension ultérieure et articulation des textes.

L'articulation entre les textes doit être en particulier soigneusement travaillée pour éviter des superpositions de dispositions qui se transforment en contraintes inconciliables et en coûts de gestion.

5°) Résister à la création de produits trop spécifiques à intérêt réel limité

Ces dernières années, on a vu apparaître de nouveaux types de structures, les Fonds EUSECA, EUSEF et ELTIF. Ces structures étaient-elles justifiées par un manque réel de véhicules de droit européen capables de remplir les objectifs de la Commission européenne ? Nous pensons que des modifications légères de textes existants (UCITS/AIFMD) ou de simples recommandations auraient été plus efficaces.

Nous pensons que ce type de « démarche créative » a plus d'inconvénients que d'avantages.

- La multiplication des types de véhicules d'investissement est source de complexité juridique pour les investisseurs dont les équipes sont souvent réduites ;
- Les investisseurs non européens sont plutôt friands de produits « omnibus » ;
- La multiplication des types de véhicules réduit le potentiel de souscription de chacun et se traduit, de fait, par des coûts de gestion et d'intermédiation plus élevés ;
- Un bon véhicule d'investissement doit pouvoir s'adapter à des objectifs de gestion proches ou similaires que ceux qui servaient précédemment ; Il doit être facilement reproductible selon le type de clientèle ; il doit passer le cap des années sans difficulté ;
- Les simplifications et regroupements, qui ont été réalisés à la suite de la parution de la Directive AIFM, ont été plutôt bénéfiques pour tous ;
- L'existence et le succès de bons exemples nationaux est le signe de bon fonctionnement du marché considéré et de bonne compréhension par les investisseurs. Cela ne justifie pas en soi de vouloir les concurrencer par des dispositions différentes plus complexes et moins facilement adaptables.

Ce choix de se concentrer sur l'essentiel va de pair avec les études d'impact qui devraient avoir trois objectifs :

- Celui de savoir si le texte répond à un vrai besoin profond des populations et des acteurs les plus directement concernés, en l'espèce les investisseurs, les gérants ou les émetteurs ;
- Celui de rechercher s'il n'existe-t-il pas d'autres voies existantes ou parallèles pour y parvenir ;
- Celui de déterminer les coûts réels d'études pour les acteurs concernés et d'évaluer s'ils ne sont-ils pas disproportionnés par rapport aux gains que l'on en attend.

Lors de la présentation du projet de règlement européen sur les Fonds monétaires, nous avons souligné que les recommandations du CESR de mai 2010, intégrées dans les réglementations locales suffisaient largement pour donner un caractère sécurisant aux fonds monétaires européens et que le projet de règlement était inutile. Trois ans déjà ont passé et le projet de règlement n'est toujours pas adopté, faute de consensus. L'univers de la gestion monétaire continue pourtant d'exister sans lui dans un environnement de taux négatifs, ce que le règlement n'avait même pas imaginé ! Une leçon à méditer.

6°) Laisser selon le cas aux Etats, aux agences et aux régulateurs locaux le soin d'élaborer les textes de niveaux 2 et 3

Une des critiques généralement répandues est celle que Bruxelles veut tout régenter, jusque dans les moindres détails.

Nous pensons qu'aujourd'hui il règne une grande confusion chez les observateurs éclairés que nous sommes, entre ce qui relève, en matière financière (investissement ou gestion d'actifs) du domaine législatif (niveau 1) et ce qui relève de l'ESMA (niveau 2), voire du niveau 3 (autorités locales).

D'une manière générale, la Commission doit laisser aux agences, plus proches du terrain, le soin de fixer les règles de niveau 2 avec les autorités de marché locales pour ne se concentrer que sur des grands principes.

Conclusions

Nous n'avons pas cherché à être exhaustifs, nous contentant de donner quelques pistes pour bâtir une meilleure régulation, plus simple, plus réactive et moins tatillonne.

Nous espérons que la Commission ne remettra pas en cause les réformes mises en place depuis la crise, mais fera d'abord et seulement les ajustements nécessaires suggérées par les acteurs participant à cette consultation. Elle doit pour l'avenir réviser son processus législatif aujourd'hui indigeste pour une meilleure acceptabilité par les acteurs.

Le bulletin scolaire du 1^{er} semestre de l'élève Europe pourrait comporter les mentions suivantes :

« Elève avec des qualités naturelles, mais brouillon, agité, bavard à l'étude, irréprochable à la cantine, cramponné au radiateur dès qu'il s'agit de fiscalité. Laisse entrer des camarades de jeux avant que la récré n'ait sonné. Doit s'appliquer au second semestre. »

Philippe HAUDEVILLE
Secrétaire Général
Philippe.haudeville@af2i.org

Jean EYRAUD
Président
Jean.eyraud@af2i.org