



association française des
investisseurs institutionnels

— Réponse de l'Af2i | Af2i response —

Consultation de la Banque d'Irlande sur une approche de politique macroprudentielle sur les fonds

*Bank of Ireland consultation
on a macroprudential policy
approach to funds*

— Novembre 2023 | November 2023

REPONSE DE L'Af2i
aux questions formulées dans le document de travail
une approche de la politique macroprudentielle pour les fonds
d'investissement,
Banc Ceannais na hÉireann, juillet 2023.

L'Association Française des Investisseurs Institutionnels (Af2i), fédère les détenteurs permanents de capitaux de tous les secteurs économiques français concernés par les procédures, normes et techniques de gestion de capitaux, quelle que soit leur famille d'appartenance (fonds de pension, institution de retraite et de prévoyance, mutuelle de santé, Compagnies d'assurance, association, fondation, entité publique ou institution spéciale, entreprise...).

En 2023, l'Af2i compte 84 membres et regroupe environ 2 800 milliards d'euros d'actifs.

Question n° 1

Êtes-vous d'accord avec l'évaluation ci-dessus des canaux potentiels par lesquels les fonds d'investissement peuvent générer un risque systémique ?

Oui, compte tenu de l'importance des actifs gérés tant au niveau mondial qu'au niveau de nombre de pays, et des investissements la plupart du temps dans des actifs réels, l'ensemble des actions fonds peuvent créer une situation qui peut, comme le définit le document, « perturber la fourniture de services financiers par une dépréciation de tout ou partie du système financier, avec de graves conséquences négatives pour l'économie réelle ».

Deux remarques :

1) La définition du « risque systémique » utilisée dans le document et rappelée page 4 est trop restrictive car elle limite ce risque à l'ampleur de ses conséquences supposées significatives. Toutefois en toute rigueur, pour être en mesure de définir un dispositif macroprudentiel englobant tout le secteur des fonds d'investissements, il aurait été intéressant de reprendre la définition scientifique du mot systémique. Celui-ci suppose que le secteur des fonds d'investissement constitue un système, ou une sous-ensemble d'un système au sens de la théorie générale des systèmes¹. Qualifier alors de systémique un risque suppose qu'une imperfection de la construction des fonds ou de leurs réglementations peut entraîner des dommages résultant d'un choc externe ou de l'enclenchement volontaire ou non d'un mécanisme endogène pouvant entraîner mais pas nécessairement un déséquilibre général.

¹ See Von Bertalanffy (Von) Ludwig 1968, General System theory: Foundations, Development, Applications, New York: George Braziller, revised edition 1976

2) L'analyse du mécanisme de transmission (p21) et d'effets néfastes sur l'économie dite réelle, c'est-à-dire de production et de consommation de services non financiers est à compléter. En effet, si l'impact sur l'économie réelle de la survenance d'une crise est la raison du renforcement du dispositif prudentiel propre à l'activité de gestion de fonds, il faut néanmoins apprécier la capacité des autorités, et de la banque centrale (BCE) notamment à intervenir (voir p30). Les décisions de ces acteurs ont montré leurs efficacités pour limiter l'effet d'éventuels chocs dans les crises récentes, et ce en présence de fonds d'investissement d'importances équivalentes. Ce qui ne rendrait pas nécessaires d'autres dispositions propres au secteur des fonds.

Le sujet principal est donc de définir l'origine de ce risque systémique lié aux fonds, puisque ce risque ainsi que l'indique le document en page 13 comporte de multiples facettes. Pour l'Af2i, ce risque n'est pas limité aux seuls risques liés à la liquidité ou à l'effet de levier.

On remarquera au préalable que ce que la Banque centrale définit comme les principales « underlying vulnerabilities in investment funds (P18) » sont en réalité les deux principaux arguments qui fondent la justification du secteur des fonds par rapport à un investissement direct sur les marchés.

Pour autant l'Af2i attire l'attention sur d'autres sources de vulnérabilités :

- au mode de gestion, choisi ou contraint, incitant les gérants agir de manière identique c'est à dire acheter ou vendre les mêmes actifs au même moment, mode de gestion qui se développe encore actuellement ainsi que le reflètent les chiffres indiqués à la page 18 en ce qui concerne l'Irlande (ETF). L'avènement de l'IA, si on ne prend pas garde, pourra encore amplifier ce phénomène de gestion grégaire ;

De façon générale, l'Af2i attire l'attention sur les conséquences, en termes de rigidité, de la multiplication des règles destinées à connaître à l'avance les décisions du gérant face à un évènement particulier.

Les comportements mimétiques et la procyclicité que cette procédurisation réduit la diversité des décisions et les possibles amortissements des chocs. De façon paradoxale, en cas de généralisation de comportements mimétiques on observera alors que l'ensemble des fonds ne constituent plus un système (au sens de la théorie générale des systèmes) comportant des mécanismes internes d'amortissement et de stabilisation, mais qu'un agent unique apparaît, qui est la somme de l'ensemble des fonds aux comportements prévisibles et quasi identiques, et donc plus fragiles en cas de dysfonctionnements. C'est ce que reconnaît la banque centrale dans le document note en parlant de cohortes.

- à l'instabilité du passif lorsque notamment l'investissement est motivé pour des raisons fiscales qui peuvent d'un jour à l'autre être modifiées. Ce phénomène est encore plus sensible lorsque les souscripteurs sont concentrés, et encore plus lorsqu'ils interviennent dans des devises hors euros.

C'est le cas des MMF gérés en Irlande et au Luxembourg et qui sont principalement des fonds en devises non euros, investis en titres d'émetteurs hors zone euro et détenus principalement par un faible nombre de souscripteurs généralement non européens (cf. la note de l'ESMA 8 February 2023 ESMA50-165-2391 ESMA Market Report on EU MMF market).

– à la construction du produit notamment ceux dont la valeur liquidative de négociation ne reflète pas la valeur réelle de l'actif du fonds. Sont dans cette situation les fonds 1) dont les actifs détenus sont soumis à des délais importants pour leur cessions, c'est le cas des fonds immobiliers, ou les fonds 2) dont les actifs sont valorisés par des modèles intégrant des données de marchés mais dont les contreparties sont en nombre limité pour les négocier : cas des produits dérivés ; cas des LDI, des participations non cotées... C'est le cas également des MMF – les formules CNAV et LVNAV devraient être proscrites dans la zone euro quelque soit la devise sous-jacente.

Question n° 2

Êtes-vous d'accord avec l'évaluation du présent document de travail selon laquelle ce sont principalement les actions collectives des fonds d'investissement qui peuvent générer des risques systémiques ?

Oui et non :

Oui, si on considère une action collective comme un mouvement de foule ;

Non, si on se réfère à la définition scientifique de l'action collective. Comme cela a été rappelé dans la réponse à la question n°1 à propos du mot systémique, ce que l'on appelle dans le document **des actions collectives** des fonds d'investissement sont des décisions qui ne résultent pas d'une **coordination volontaire** des gérants comme c'est le cas dans une action collective définie sous l'angle comportemental, juridique ou sociologique.

Dès lors on devrait les désigner sous le vocable **d'actions mimétiques** dont la somme met en péril l'ensemble des fonds, même si l'effet déclencheur de ces actions collectives peut provenir d'un seul acteur, amenant une méfiance des investisseurs et des marchés.

Ainsi pour l'Af2i, l'origine de ces « actions collectives » encore une fois ne se limite pas à l'asymétrie de liquidité ou aux usages excessifs des effets de levier, mais englobe toutes les dispositions commerciales et réglementaires générant des **comportements mimétiques** qui amplifient les conséquences de chocs ou de situations problématiques.

À ce propos, une rectification : il est indiqué page 39 que les fonds de BNP Paribas Investment ont cessé d'honorer les demandes de rachat le 9 août 2007 ce qui est exact. Toutefois ces fonds n'étaient pas des MMF mais des fonds obligataires.

Question n° 3

Êtes-vous d'accord pour dire que le cadre réglementaire actuel des fonds – qui a été principalement conçu au niveau mondial du point de vue de la protection des investisseurs – n'a pas été suffisant pour réduire la propension de certaines cohortes de fonds à amplifier les chocs ?

L'Af2i estime excessive l'affirmation que le cadre réglementaire régissant les fonds d'investissement et les prestataires de services concerne principalement la protection des investisseurs.

La souscription par un investisseur à une part de fonds implique plusieurs acteurs : lui-même, mais aussi la société de gestion, les émetteurs et les marchés. Il est évident que si l'investisseur n'a pas confiance dans un produit, notamment peu rassuré par la réglementation, les conséquences porteront sur l'ensemble de ces acteurs si cette perte de confiance bien entendu se généralise.

La protection des investisseurs concerne et sert aussi par ricochet les autres acteurs.

Il ne faut pas perdre de vue que tout investisseur a une alternative : soit investir par l'intermédiaire d'une gestion collective, soit investir directement. Pour les investisseurs institutionnels le choix est aisé à mettre en œuvre. Pour les particuliers le développement des transactions en ligne dont les coûts ont tendance à être continuellement réduits renforcent cette alternative.

Enfin, l'Af2i note que, par exemple, dans la directive AIFM, les informations qui doivent être transmises par chaque société de gestion sur ses positions prises sur les marchés dérivés ont pour premier objectif l'évaluation d'un potentiel risque systémique plutôt que la protection de l'investisseur. Le sujet essentiel alors devient la centralisation et l'exploitation pertinente de ces données.

Au total, « l'amplification des chocs » par certaines cohortes paraît être pour l'Af2i, plus l'effet de la rigidification de règles existantes conçues pour la gestion des fonds et la clarification des relations entre gestionnaires et clients principalement dans des régimes principalement stables, et non pour permettre d'affronter des périodes de régime chaotique.

Question n° 4

Êtes-vous d'accord avec les principaux objectifs et principes proposés de la politique macroprudentielle pour les fonds, tels qu'ils sont énoncés dans le présent document de travail ? Y a-t-il d'autres principes qui doivent être pris en compte ?

Si le principe d'un cadre macro prudentiel pour les fonds peut être envisagé, l'Af2i rappelle, en tout cas en ce qui concerne la réglementation européenne, que l'objectif des sociétés de gestion est d'assurer l'intérêt exclusif du souscripteur. Le danger de toute réglementation macro prudentielle serait de privilégier tel ou tel aspect de la politique économique d'une autorité par rapport à l'intérêt de l'investisseur.

L'Af2i approuve le souci d'équilibre entre les coûts et les avantages de toute politique macro prudentielle ainsi que sur le souhait d'une coordination mondiale qui doit être d'ailleurs un principe général sur tous les aspects ayant trait à la finance, afin d'éviter toute rente de situation pour les « moins disant réglementaires », y compris sur le plan fiscal, générateur de déséquilibres macro- économiques ainsi que cela vient d'être à nouveau souligné dans le récent rapport de l'Observatoire fiscal européen.

Toutefois l'Af2i attire l'attention sur le fait qu'une vraie démarche scientifique coûts/avantages (balancing costs and benefits) pour installer un dispositif de prévention des risques identifiés n'est peut-être pas réalisable. Car on mettra en avant des coûts certains face à des bénéfices difficilement quantifiables car ils sont des conséquences d'évènements rares et incertains.

Dès lors l'Af2i recommande plutôt l'intégration dans le dispositif de mesures macroprudentielles la précision et le renforcement des mesures ex post (P 30 et 31) par des Autorités et des Banques centrales.

Enfin la notion de souplesse qui régirait ces mesures macro prudentielles doit être maniée avec précaution, les acteurs quels qu'ils soient ayant besoin de stabilité réglementaire, stabilité réclamée depuis plusieurs années mais qui, en tout cas au niveau européen, semble être un vœu pieux.

Question n° 5

Êtes-vous d'accord avec l'analyse et les questions soulevées concernant la conception d'outils macroprudentiels spécifiques potentiels pour le secteur des fonds ? Y a-t-il d'autres outils potentiels qui pourraient être explorés ?

Les outils macro prudentiels suggérés concerne la liquidité, l'effet de levier, et l'interconnexion c'est-à-dire sur ce dernier point sur la possibilité de limiter les retombées des difficultés de fonds vers d'autres parties du système financier.

Sur l'asymétrie de liquidité, l'Af2i rappelle que, sauf circonstances exceptionnelles, cette asymétrie est le fait des caractéristiques des marchés sur lesquels le gérant intervient et ses engagements en matière de liquidité, en principe inscrits dans des documents d'information visés par des autorités et remis aux investisseurs. Cette asymétrie, si elle existe, est donc assumée par le gérant. Les conditions de liquidité qu'il propose aux investisseurs sont de sa seule responsabilité. La politique de liquidité est un élément essentiel du choix des fonds par les investisseurs et, outre la gestion financière, l'une des raisons d'être de la gestion intermédiée.

Les outils énumérés dans cette consultation existent déjà en tout cas dans l'Union européenne. Pour l'Af2i, ces outils peuvent être utilisés à condition qu'ils soient bien énoncés dans les documents d'information et utilisés uniquement en cas de circonstances vraiment exceptionnelles, mais sans nécessairement devoir être expliqués au préalable, là aussi pour éviter des comportements mimétiques en cas de chocs globaux.

Enfin l'Af2i estime que cette liquidité ne peut être honorée que sur la base d'une valeur liquidative réelle et non pas fixée arbitrairement, sauf si une garantie peut être donnée efficacement par un tiers solvable. Dans le cas contraire, des situations certes exceptionnelles mais dangereuses de « breake the buck, » peuvent avoir des conséquences systémiques importantes.

Sur l'effet de levier, là aussi il semble que les outils existent déjà, notamment l'appel de marge censé assurer que les acteurs peuvent honorer leurs engagements et la limitation de l'effet de levier dont l'appréciation est, il est vrai, différente d'une réglementation à l'autre. L'Af2i approuve le souhait d'une harmonisation mondiale sur le niveau des effets de levier et leur mode de calcul, et estime qu'effectivement des tests de résistance pourraient être utiles pour prévenir toute situation difficile pour un fonds.

Plutôt que d'autres outils, d'autres pistes pourraient être envisagées notamment celles qui pourraient aider à limiter une gestion grégaire qui comporte en elle-même un risque systémique. L'Af2i rappelle que la diversité des anticipations, des positions, est fondamentale pour des marchés efficaces et en prévention de toute bulle financière. Cette réflexion devrait concerner aussi l'existence de pays moins disant fiscaux facteurs de déséquilibre et dont l'existence au sein de l'Union européenne est surprenante.

Enfin, il ne faut pas perdre de vue qu'il est probable que nombre de fonds échappe à toute réglementation.

Question n° 6

Êtes-vous d'accord pour dire que les outils pourraient cibler l'interconnexion des fonds ainsi que leurs vulnérabilités ?

L'interconnexion ou plutôt l'interdépendance comme cela est relevé dans la consultation, pourrait effectivement faire l'objet d'une analyse plus approfondie. À ce stade, toutefois, il est difficile de faire des propositions sur des conséquences souvent mécaniques des défaillances sur un marché touchant plusieurs acteurs.

La limitation de participation croisée entre fonds ou la limitation de l'investissement d'un fonds dans d'autres fonds constituent un premier élément de réponse.

Question n° 7

Êtes-vous d'accord avec les considérations relatives à la gouvernance et aux données mises en évidence dans le présent document de travail lors de l'opérationnalisation de la politique macroprudentielle des fonds ?

L'Af2i estime que le marché des capitaux et, contrairement à ce qui est indiqué dans la consultation, n'est pas intrinsèquement mondial. Si, effectivement dans le cadre des investissements des fonds, rien n'empêche une mondialisation des actifs, en revanche, pour ce qui est du passif, ce sont surtout des dispositions ou des objectifs d'ordre fiscal qui animent la mondialisation, souvent concentrée sur certaines places, plutôt que la nature même du marché des capitaux.

Par ailleurs, si une coordination internationale est effectivement nécessaire, cette coordination ne doit pas aboutir à la suprématie d'une réglementation par rapport à une autre, sous prétexte d'harmonisation. L'épisode en 2010 concernant l'économie des fonds monétaires a de ce point de vue été révélateur.

Enfin, la notion de réciprocité est effectivement indispensable. Toutefois, son efficacité dépend bien entendu de l'existence ou non d'un marché intérieur de l'une des parties. L'inexistence d'un marché intérieur fait que la notion de réciprocité n'est pas pertinente.

L'Af2i approuve le principe énoncé dans la consultation indiquant que ce n'est pas le rôle des autorités de réglementation de s'immiscer dans la gestion des risques du secteur des fonds, en observant à juste titre que les interventions attendues des banques centrales pourraient inciter à prendre des risques excessifs.

L'Af2i insiste sur le rôle des banques centrales et leurs interventions sur le marché et sur le secteur des fonds qui n'est qu'une organisation particulière d'interventions sur ces marchés par les investisseurs particuliers et institutionnels.

Aux exemples cités dans l'encadré B (Box B central Bank interventions in markets p 49), l'Af2i ajouterait en 2008, aux Etats Unis la transformation rapide en Banque de certaines Investment Banks pour avoir accès au financement de la federal reserve.

En ce qui concerne les exigences en matière de données, si effectivement une centralisation serait la bienvenue, l'Af2i souhaite appeler l'attention sur les points suivants :

- Ces données doivent faire l'objet d'une protection en ce qui concerne leur propriété, leur utilisation et leur divulgation.

- la nomenclature utilisée doit pouvoir couvrir l'ensemble des réglementations en place et non pas en privilégier une ;

- Cette centralisation doit être effectuée par un organisme public international, sans que des établissements privés soient associés, afin d'éviter toute marchandisation ultérieure de ces données.

Question n° 8

Au-delà des considérations relatives à la gouvernance et aux données, y a-t-il d'autres questions à prendre en compte lors de l'opérationnalisation de la politique macroprudentielle des fonds ?

Comme l'Af2i l'a indiqué plus haut, trois points sont à intégrer :

1) la confiance de l'investisseur dans l'industrie des fonds est essentielle pour l'économie de ce secteur. Une réglementation qui supplanterait le principe actuellement en vigueur en tout cas en Europe sur l'intérêt exclusif du souscripteur que doit respecter la société de gestion, et quelle qu'en soit la raison, aurait des conséquences très défavorables sur le secteur des fonds. Il est donc normal que la protection de l'investisseur ait été le souci majeur de la réglementation et ce point ne peut être remis en cause. Ce qui n'empêche pas bien évidemment de réguler les asset managers pour qu'ils puissent fonctionner de manière efficace et sur la base d'une équité concurrentielle.

2) Le risque systémique du secteur des fonds ne se limite pas, ainsi que nous l'avons indiqué, aux seuls risques de liquidité et d'effet de levier non maîtrisés. Il convient d'y ajouter toute politique de gestion ou incitation conduisant les gérants à agir dans le même sens et en même temps (mimétisme et procyclicité) par la promotion par exemple de gestions indiciaires, ETF, recommandations très incitatives sur des d'investissements, appels de marge ou de maintien de liquidités minimales ainsi que l'instabilité potentielle du passif pour des raisons hexogènes à la gestion, notamment fiscales ou de concentrations.

3) Le projet de cadre macroprudentiel du secteur des fonds présenté par la Banque Centrale répond à un souci de prévention des crises par des mesures implantées ex ante. Toutefois, en analyse des organisations, même si des mesures pertinentes sont de nature à en réduire la survenance et les conséquences, en cas de crise l'Af2i recommande avant tout de préciser voire d'institutionnaliser des interventions ex post de la puissance publique européenne budgétaire ou monétaire (BCE).



English version

Af2i RESPONSE
Responses to discussion paper
an approach to macropotential policy for investement funds.
Banc Ceannais na hÉireann, July 2023.

The French Association of Institutional Investors (Af2i) brings together owners of assets from all French economic sectors concerned by capital management procedures, standards and techniques, regardless of their family of belonging (pension funds, retirement and provident institutions, mutual health insurance companies, associations, foundations, public entities or special institutions, companies, etc.).

In 2023, Af2i has 84 members and has around 2800 billion euros in their assets.

Question no. 1

Do you agree with the above assessment of the potential channels through which investment funds can generate systemic risk?

Yes, given the size of the assets under management both globally and in a number of countries, and the fact that most of them are invested in real assets, the fund actions as a whole can create a situation which can, as the document defines it, «disrupt the provision of financial services through a depreciation of all or part of the financial system, with serious negative consequences for the real economy».

Two comments :

1) The definition of «systemic risk» used in the document and recalled on page 4 is too restrictive because it limits this risk to the scale of its supposedly significant consequences. However, to be able to define a macroprudential framework encompassing the entire investment fund sector, it would have been interesting to use the scientific definition of the word «systemic». This assumes that the investment fund sector constitutes a system, or a subset of a system in the sense of the general theory of systems. Qualifying a risk as systemic implies that an imperfection in the construction of funds or in their regulations can lead to damage resulting from an external shock or from the voluntary or involuntary triggering of an endogenous mechanism that can, but does not necessarily, lead to a general imbalance.

2) The analysis of the transmission mechanism (p21) and the adverse effects on the so-called real economy, i.e. the production and consumption of non-financial services, needs to be completed. While the impact on the real economy of the occurrence of a crisis is the reason for the reinforcement of prudential measures specific to the fund management business, the ability of the authorities, and of the central bank (ECB) in particular, to intervene must also be assessed (see p30).

The decisions taken by these players have proved effective in limiting the impact of potential shocks in recent crises, even in the presence of investment funds of equivalent size. This would not require any other provisions specific to the fund sector.

The main issue is therefore to define the origin of this systemic risk linked to funds, since this risk, as indicated in the document on page 13, has multiple facets. For Af2i, this risk is not limited solely to liquidity or leverage risks.

It should be noted in advance that what the Central Bank defines as the main «underlying vulnerabilities in investment funds (P18)» are in fact the two main arguments underpinning the fund sector's justification for investing directly in the markets.

However, Af2i draws attention to other sources of vulnerability:

- the management style, whether chosen or forced, which encourages managers to act in an identical way, i.e., to buy or sell the same assets at the same time, a management style which is still developing, as reflected in the figures shown on page 18 for Ireland (ETFs). If we are not careful, the advent of AI could further amplify this gregarious management phenomenon.

In general, Af2i draws attention to the consequences, in terms of rigidity, of the multiplication of rules¹ designed to determine in advance the manager's decisions in the face of a particular event.

Mimetic behaviour and the procyclicality that this procedure entails reduce the diversity of decisions and the possible cushioning of shocks. Paradoxically, if mimetic behaviour becomes widespread, all the funds will no longer constitute a system (in the sense of the general theory of systems) with internal damping and stabilisation mechanisms, but a single agent will emerge, which is the sum of all the funds with predictable and virtually identical behaviour, and therefore more fragile in the event of dysfunction. This is what the central bank acknowledges in the document by referring to cohorts.

- the instability of liabilities, particularly when the investment is motivated by tax reasons that can change from one day to the next. This phenomenon is even more acute when subscribers are concentrated, and even more so when they invest in currencies other than the euro.

This is the case for MMFs managed in Ireland and Luxembourg, which are mainly funds denominated in non-euro currencies, invested in the securities of issuers outside the eurozone and held mainly by a small number of subscribers, most of whom are non-European (see ESMA note 8 February 2023 ESMA50-165-2391 ESMA Market Report on EU MMF market).

¹ In particular, excessive use of benchmarks and reduction of tracking error leading to ETFs

– the construction of the product, in particular those whose trading NAV does not reflect the real value of the fund's assets. This situation applies to funds 1) where the assets held are subject to long lead times for disposal, as in the case of property funds, or funds 2) where the assets are valued using models incorporating market data but where there are only a limited number of counterparties to trade them, as in the case of derivatives, LDIs, unlisted holdings, etc. This is also the case for MMFs – the CNAV and LVNAV formulas should be banned in the eurozone, regardless of the underlying currency.

Question no. 2

Do you agree with the assessment in this discussion paper that it is primarily the collective actions of investment funds that can generate systemic risks ?

Yes and no:

Yes, if we consider collective action as a crowd movement;

No, if we refer to the scientific definition of collective action. As pointed out in the answer to question 1 about the word systemic, what are referred to in the document as collective actions by investment funds are decisions that do not result from the **voluntary coordination** of managers, as is the case in **collective action** defined from a behavioural, legal or sociological point of view.

They should therefore be referred to as **mimetic actions**, the sum of which puts all funds at risk, even if the trigger for these collective actions may come from a single player, causing investors and markets to distrust him.

Thus, for Af2i, the origin of these «collective actions» is once again not limited to liquidity asymmetry or excessive use of leverage but encompasses all commercial and regulatory provisions generating **mimetic behaviour** that amplifies the consequences of shocks or problematic situations.

On this subject, a correction: it is stated on page 39 that BNP Paribas Investment funds stopped honouring redemption requests on 9 August 2007, which is correct. However, these funds were not MMFs but bond funds.

Question no. 3

Do you agree that the current regulatory framework for funds - which has primarily been designed at global level from an investor protection perspective- has not been sufficient to reduce the propensity of certain funds cohorts to amplify shocks ?

Af2i believes that the assertion that the regulatory framework governing investment funds and service providers is primarily concerned with investor protection is excessive.

An investor's subscription to a fund unit involves several players: the investor, the management company, the issuers and the markets. It is clear that if investors do not have confidence in a product, particularly because they are not reassured by the regulations, the consequences will affect all these players if this loss of confidence becomes widespread.

Protecting investors also concerns and serves other players.

We must not lose sight of the fact that every investor has a choice: either to invest through a collective investment scheme, or to invest directly. For institutional investors, the choice is easy. For individual investors, the development of on-line transactions, whose costs are tending to be continually reduced, reinforces this alternative.

Finally, Af2i notes that, for example, in the AIFM directive, the information that must be transmitted by each management company on its positions taken on derivatives markets is primarily intended to assess potential systemic risk rather than to protect investors. The key issue then becomes the centralisation and appropriate use of this data.

All in all, for Af2i, the «amplification of shocks» by certain cohorts seems to be more the effect of the rigidity of existing rules designed to manage funds and clarify relations between managers and clients chiefly in mainly stable regimes, and not to make it possible to cope with periods of chaotic regimes.

Question no. 4

Do you agree with the key proposed objectives and principles of macroprudential policy for funds as set out in this discussion paper? Are there additional principles which need to be considered ?

While the principle of a macro prudential framework for funds may be envisaged, Af2i recalls, at least as far as European regulation is concerned, that the objective of management companies is to ensure the exclusive interest of the subscriber. The danger of any macro prudential regulation would be to give priority to this or that aspect of an authority's economic policy over the interests of the investor.

Af2i approves the concern for a balance between the costs and benefits of any macro prudential policy, as well as the desire for global coordination, which should be a general principle for all aspects relating to finance, in order to avoid any advantage for the lowest regulatory bidder, including in terms of taxation, which generates macro-economic imbalances, as has just been emphasised once again in the recent report by the European Tax Observatory.

However, Af2i draws attention to the fact that a genuine scientific cost/benefit approach (balancing costs and benefits) to setting up a system to prevent identified risks may not be feasible. This is because **certain costs** will be put forward in the face of **benefits** that are **difficult to quantify** because they are the consequences of rare and uncertain events.

Consequently, Af2i recommends that the system of macroprudential measures should include the precision and reinforcement of ex post measures (P 30 and 31) by Authorities and Central Banks.

Lastly, the notion of flexibility that would govern these macro-prudential measures must be handled with care, as the players, whoever they may be, need regulatory stability, a stability that has been called for for several years but which, at least at European level, seems to be a pious hope.

Question no. 5

Do you agree with the analysis and the issues highlighted pertaining to the design of potential specific macroprudential tools for the fund sector ? Are there other potential tools that could be explored ?

The macro prudential tools suggested concern liquidity, leverage and inter-connection, i.e. the possibility of limiting the spillover effects of funding problems to other parts of the financial system.

With regard to liquidity asymmetry, Af2i points out that, barring exceptional circumstances, this asymmetry is due to the characteristics of the markets on which the manager operates and its commitments in terms of liquidity, which are in principle set out in information documents approved by the authorities and provided to investors.

This asymmetry, if it exists, is therefore assumed by the manager. The liquidity conditions he offers investors are his sole responsibility. Liquidity policy is an essential element in investors' choice of funds and, in addition to financial management, is one of the *raison d'être* of intermediated management.

The tools listed in this consultation already exist in any case in the European Union. In Af2i's view, these tools can be used provided that they are clearly set out in the information documents and used only in truly exceptional circumstances, but without necessarily having to be explained in advance, again to avoid mimetic behaviour in the event of global shocks.

Lastly, Af2i believes that this liquidity can only be honoured on the basis of a real net asset value and not one set arbitrarily, unless a guarantee can be given effectively by a solvent third party. Otherwise, «break the buck» situations, which may be exceptional but dangerous, could have major systemic consequences.

With regard to leverage, here too it seems that the tools already exist, in particular the margin call supposed to ensure that players can honour their commitments and the limitation of leverage, the assessment of which is, it is true, different from one regulation to another. Af2i approves of the desire for global harmonisation of the level of leverage and the way it is calculated, and believes that stress tests could indeed be useful in preventing any difficult situation for a fund.

Rather than other tools, other avenues could be considered, in particular those that could help limit gregarious management, which in itself entails a systemic risk. Af2i recalls that the diversity of expectations and positions is fundamental to efficient markets and the prevention of any financial bubble. This reflection should also concern the existence of countries with lower tax standards, which are factors of imbalance and whose existence within the European Union is surprising.

Finally, we must not lose sight of the fact that many funds are likely to escape regulation altogether.

Question no. 6

Do you agree that the tools could target the interconnectedness of funds as well as / instead of their vulnerabilities ?

Interconnection or rather interdependence, as pointed out in the consultation, could indeed be the subject of a more in-depth analysis. At this stage, however, it is difficult to make proposals on the often-mechanical consequences of market failures affecting several players.

Limiting cross-shareholdings between funds or limiting a fund's investment in other funds is an initial response.

Question no. 7

Do you agree with the governance and data considerations highlighted in this discussion paper when operationalising the macroprudential policy for funds ?

Af2i believes that the capital market, contrary to what is indicated in the consultation, is not intrinsically global. While there is nothing to prevent the globalisation of assets in the context of fund investments, when it comes to liabilities, it is mainly tax provisions or objectives that drive globalisation, which is often concentrated in certain markets, rather than the nature of the capital market itself.

Furthermore, while international coordination is indeed necessary, this coordination must not lead to the supremacy of one regulation over another, on the pretext of harmonisation. The episode in 2010 concerning the economics of money market funds was revealing from this point of view.

Finally, the notion of reciprocity is indeed essential. However, its effectiveness depends of course on whether or not one of the parties has an internal market. If there is no domestic market, the concept of reciprocity is irrelevant.

Af2i agrees with the principle set out in the consultation that it is not the role of regulators to interfere in the risk management of the fund industry, rightly observing that the expected interventions of central banks could encourage excessive risk-taking.

Af2i insists on the role of central banks and their interventions in the market and on the fund sector, which is merely a specific organisation of interventions in these markets by individual and institutional investors.

To the examples cited in Box B (Box B central Bank interventions in markets p 49), Af2i would add in 2008, in the United States, the rapid transformation into a Bank of certain Investment Banks in order to have access to financing from the Federal Reserve.

With regard to data requirements, while centralisation would indeed be welcome, Af2i would like to draw attention to the following points:

- This data must be protected in terms of ownership, use and disclosure.
- The nomenclature used must be able to cover all the regulations in place and not just one of them;
- This centralisation must be carried out by an international public body, without the involvement of private institutions, in order to avoid any subsequent commercialisation of this data.

Question no. 8

Beyond governance and data considerations, are there additional issues that need to be considered when operationalising the macroprudential policy for funds ?

As Af2i indicated above, three points need to be taken into account:

1) investor confidence in the fund industry is essential for the economy of this sector. Any regulation that overrides the principle currently in force, at least in

Europe, of the exclusive interest of the subscriber that must be respected by the management company, for whatever reason, would have very unfavourable consequences for the fund industry. It is therefore only natural that investor protection should have been the main concern of the regulations, and this point cannot be called into question. This does not, of course, prevent asset managers from being regulated so that they can operate efficiently and, on a global level playing field.

2) The systemic risk of the fund sector is not limited, as we have indicated, solely to the risks of uncontrolled liquidity and leverage. To these should be added any management policy or incentive that leads fund managers to act in the same direction and at the same time (mimicry and procyclicality) by promoting, for example, index management, ETFs, very attractive recommendations on investments, margin calls or maintaining minimum liquidity, as well as the potential instability of liabilities for reasons that are hexogenous to management, notably tax or concentration.

3) The draft macroprudential framework for the fund sector presented by the Central Bank responds to a concern for crisis prevention through measures implemented ex ante. However, in the analysis of organisations, even if relevant measures are likely to reduce the occurrence and consequences of a crisis, Af2i recommends above all specifying or even institutionalising ex post interventions by the European budgetary or monetary authorities (ECB).

