

CFA Society France

37 rue des Mathurins,

75008 Paris

Autorité des Marchés Financiers,

17 Place de la Bourse, 75002 Paris

directiondelacomunication@amf-france.org

Le 3 décembre 2015

REPONSE A LA CONSULTATION de l'AMF

sur la possibilité pour un fonds d'investissement d'octroyer des prêts

L'association CFA Society France remercie l'AMF de l'opportunité de contribuer à la consultation publique sur la possibilité pour un fonds d'investissement d'octroyer des prêts.

CFA Society France est une association de droit français représentant localement le CFA Institute (1), dont la mission est d'être la référence pour les professionnels de l'investissement dans le monde entier, en établissant des Normes (« Standards ») élevées en matière d'éthique, de formation, et d'excellence professionnelle. Le CFA Institute représente l'opinion de professionnels de l'investissement auprès des régulateurs, des associations professionnelles et des législateurs au niveau mondial, sur les problématiques d'analyse financière, de gestion d'actifs, de formation, d'efficacité et d'intégrité des marchés de capitaux.

En préambule, nous pensons que :

La réglementation française ne devrait pas avoir pour résultat, en imposant des contraintes additionnelles à la réglementation européenne, de conduire les sociétés de gestion françaises à établir leurs fonds à Luxembourg ou en Irlande. A contrario, elle doit permettre aux véhicules de droit français d'offrir les mêmes opportunités d'investissement que leurs concurrents européens.

La capacité d'octroi de prêts par des fonds est une avancée positive car:

- Elle augmente le nombre d'acteurs non-bancaires contribuant au financement de l'économie (ce qui est nécessaire dans un contexte de moindre capacité de prêt des banques dû entre autre aux contraintes accrues en capital). Ces acteurs 'shadows' ou 'non-bancaires' ont été décrits dans l'étude du CFA Institute sur le shadow banking publiée en mai 2015 « Shadow banking - Policy framework and Investor Perspectives ».

<https://www.cfainstitute.org/learning/products/publications/ccb/Pages/ccb.v2015.n2.1.aspx>

(1) Le CFA Institute est une association mondiale à but non lucratif, regroupant plus de 133 000 analystes financiers, gérants de portefeuille, et autres professionnels de l'investissement présents dans plus de 147 pays ; près de 220,000 candidates se présentent annuellement aux examens de la qualification de Chartered Financial Analyst®. Les membres du CFA Institute sont représentés par 135 associations locales (« member societies », dont CFA Society France) présentes dans 58 pays et territoires.

- Elle peut ouvrir des possibilités de financement à des secteurs ou entreprises moins suivis par les banques. Dans un dossier consacré au Shadow Banking (Shadow Banking Out of the Shadows : Non bank Finance re-shaping Capital Markets page 355), le CFA Institute constate que l'industrie de la gestion d'actifs joue un rôle de plus en plus important dans l'octroi de prêt, répondant notamment à la recherche de rendement des fonds de pension, des compagnies d'assurance et autres investisseurs institutionnels ; il note également que les 'direct lending funds' se sont spécialisés sur certains segments, tels les petites entreprises, le financement d'équipement, les sociétés d'affacturage, etc...

Le risque existe que cette réglementation conduise à loger dans des fonds d'investissement des crédits que les banques ne souhaitent pas conserver directement dans leurs bilans. La réglementation devrait donc affirmer que ces véhicules ne peuvent pas être créés dans ce but uniquement.

Questions 1 à 4 :

- 1. Pensez-vous que l'agrément de la société de gestion au titre de la directive AIFM constitue un cadre assez sécurisé pour que les fonds qu'elle gère puissent prêter ?**
- 2. Pensez-vous que les contraintes supplémentaires proposées, qui seraient applicables à toutes les sociétés de gestion de portefeuille dorénavant agréées pour sélectionner ou octroyer des créances, sont suffisantes ?**
- 3. Voyez-vous d'autres exigences qu'il faudrait appliquer à une société de gestion de portefeuille qui souhaiterait pouvoir sélectionner des créances (sans en consentir) pour un de ses fonds ?**
- 4. Pensez-vous qu'il faille imposer des contraintes supplémentaires aux sociétés de gestion de fonds qui consentiraient des prêts par rapport à l'agrément (modernisé) permettant la sélection de créances ?**

A l'instar des procédures existantes notamment pour les investissements en actifs immobiliers ou en « private equity », le cadre proposant une procédure complète et traçable de sélections et de décisions d'investissement nous apparaît approprié.

Une attention particulière doit être effectivement demandée quant à la diversification et « l'appréhension et le contrôle du risque de concentration ». Néanmoins en raison de la spécificité de cette activité, et afin d'assurer la qualité de l'analyse en amont, cette diversification nécessaire ne doit pas conduire à une sélection de dossier plus « fragiles » afin de satisfaire à cette seule exigence.

Dans le cas où la société de gestion souhaiterait s'appuyer sur un service d'analyse crédit externe (notamment pour des sociétés de gestion filiales de groupes bancaires), celle-ci ne pourrait en aucun cas s'exonérer de la procédure proposée, et resterait seule responsable des différentes étapes de sélection et d'investissement. Dans le cas de prêts refusés par la maison-mère, mais accordés par le fonds géré par sa filiale, la justification d'un tel investissement doit être particulièrement documentée dans le dossier de crédit. Même si cette disposition peut apparaître contraire aux principes de « muraille de Chine », par ailleurs parfaitement légitimes dans d'autres circonstances, une concertation apparaît nécessaire dans le cas présent afin justement d'annuler tout risque de contournement de ce principe.

Les décisions d'investissement dans un prêt doivent être prises par un comité d'investissement « ad hoc » (et donc composé d'au moins deux personnes qualifiées).

Au-delà des règles en matière de conflits d'intérêts issues d'AIFM, il est envisageable d'interdire l'octroi de prêts à des sociétés ayant un lien capitalistique avec la société de gestion, voire d'étendre cette interdiction à toute société ayant un lien direct avec les responsables de la société de gestion (même en cas d'appel à un évaluateur indépendant).

Même si les prêts sont consentis par des fonds fermés, il nous semble important que les investisseurs soit informés en toute transparence de l'évolution des actifs sous-jacents et que la société de gestion se dote de moyens afin d'assurer cette transparence, notamment en terme d'évolution de l'évaluation de ses prêts.

- La question se pose de la valorisation des prêts octroyés : au coût amorti ou à la juste valeur ? Par souci de cohérence, l'évaluation à la juste valeur semblerait apporter plus de transparence pour les investisseurs et de cohérence par rapport aux autres investissements détenus par les fonds et par rapport au critère d'évaluation de performance cité précédemment.

- Il semble important d'assurer un certain degré de transparence pour les investisseurs, notamment en matière de sélection des prêts, et de communication du risque de crédit associé aux prêts consentis. Dans le cas d'un choix de reporting au coût amorti, il est important d'assurer la communication des pertes de valeur ('impairment') sur les prêts non-performants. Même en coût amorti, les créances devraient être dépréciées.

- Que les créances soient évaluées en juste valeur ou au coût amorti, il convient de s'assurer de l'indépendance des évaluateurs externes aux fonds afin de renforcer la protection des investisseurs et l'objectivité des évaluations.

- Il semble important de communiquer aux investisseurs si et comment le risque spécifique des prêts octroyés est différent de celui supporté sur les créances non-échues déjà détenues par le fonds.

- Nous soulignons l'importance de communication d'information spécifique aux fonds et non seulement d'information générale sur les procédures de sélection et d'évaluation des prêts.

Question 5 : L'octroi de prêts par les fonds professionnels spécialisés, les organismes de titrisation et les fonds professionnels de capital investissement permettra-t-il d'améliorer le financement de l'économie?

L'élargissement des sources de financement nous apparaît devoir être positif pour améliorer le financement de l'économie et accentuer le processus de désintermédiation indispensable. Les régulateurs doivent néanmoins être en mesure de s'assurer que les institutions bancaires ne se concentrent pas sur les « bonnes » signatures, en laissant aux fonds d'investissement les prêts de qualité plus dégradée.

Question 6 : L'obligation pour les fonds qui consentiraient des prêts d'être fermés ou de limiter leurs rachats vous semble-t-elle une limitation suffisante? Les conditions prévues dans le règlement ELTIF pour limiter les rachats vous semblent-elles appropriées?

Compte tenu de la spécificité de ce type d'investissement, il est primordial que la structure, la répartition et le risque des actifs ne soient pas affectés par des mouvements liés au passif. Outre le fait que ces instruments doivent être fermés, et que leur durée de vie doit être supérieure à celle de leurs actifs, les seuls « rachats » autorisés devraient provenir soit des revenus des prêts consentis, soit de leur remboursement. Dans ce cas, tous les investisseurs doivent être traités à égalité.

Question 7 : Les fonds proposés (FPS, OT et FPCI) sont actuellement des fonds déclarés. Faut-il agréer tous les fonds pour qu'ils soient autorisés à consentir des prêts ou un agrément de la société de gestion, comme proposé dans la section I, est-il suffisant ?

La procédure d'agrément au niveau de la société de gestion étant relativement lourde, il ne nous apparaît pas nécessaire de revenir sur le principe de la déclaration, qui a le double avantage de faciliter la création de tels fonds par les sociétés de gestion (et donc éventuellement de « tranches » successives) et de soulager les services concernés de l'AMF.

Question 8 : Y a-t-il des cas particuliers, autres que ceux explicitement prévus actuellement dans le Code Monétaire et Financiers, dans lesquels certains fonds, autres que FPS, OT et FPCI, devraient pouvoir prêter ? Voyez-vous des raisons de ne pas leur appliquer les contraintes supplémentaires proposés dans cette consultation ?

Si d'autres types de fonds (existants ou à créer) répondent aux critères énumérés ci-dessus, et que la société de gestion possède les agréments nécessaires, ils pourraient être autorisés à octroyer des prêts même si cette activité n'est pas leur objectif principal et sous réserve que les porteurs de parts soient très bien informés de cette possibilité. Une contrainte supplémentaire pourrait être envisagée par un pourcentage maximum de portefeuille de prêts par rapport à leur actif total.

Questions 9 et 10 :

9. L'encadrement du recours à l'effet de levier permet-il de limiter les risques spécifiques à l'octroi de prêts ?

10. L'interdiction des activités de vente à découvert, de prêt de titres financiers ou d'instruments dérivés sauf à des fins de couverture, pour un fonds qui consentirait des prêts vous semble-t-elle de nature à limiter les risques?

Nous sommes favorables à l'interdiction de l'effet de levier et des activités énumérées.

Dans le cas d'autres investissements du fonds, une couverture par des instruments financiers dérivés peut être envisagée si celle-ci est clairement présentée aux investisseurs (en amont lors de l'élaboration du fonds et lors de la mise en place de celle-ci).

Question 11 : Les prêts doivent-ils avoir une maturité minimale et/ou maximale, comme cela est proposé ?

La seule justification d'une durée minimale réside dans le coût économique de l'analyse crédit réalisée par la société de gestion. Dans la mesure où certains financements d'entreprise peuvent répondre à des besoins de court terme, mais de façon éventuellement récurrente, il appartient à la société de gestion d'apprécier l'intérêt de réaliser une étude complète de dossier dans les mêmes conditions qu'un prêt à plus long terme. Il ne nous apparaît donc pas nécessaire de déterminer réglementairement une durée minimale. Il convient toutefois d'imposer à la société de gestion dans la rédaction de leurs différents documents réglementaires et commerciaux leur politique dans la mesure où la multiplication de prêts à très court terme peut conduire à une absence périodique d'investissement (et donc de dégradation éventuelle de rendements pour les investisseurs).

La durée maximale d'un prêt doit être en tout état de cause inférieure à la durée du fonds. Bien entendu cette règle s'applique tout au long de la vie du fonds.

Question 12 : Bénéficiaires des prêts :

a. A quel(s) besoin(s) de financement les prêts consentis par des fonds sont-ils les plus susceptibles de répondre (prêts à des infrastructures, prêt dans le cadre d'une syndication bancaire, prêt aux PME, prêts court terme...) ?

b. Pensez-vous qu'il y ait un risque que les fonds ne consentent des prêts qu'à des entreprises dont les demandes de prêt ont été refusées par les banques ?

c. Que pensez-vous de l'exclusion des prêts aux entreprises financières (établissement de crédit, assureurs, fonds commun de placement, holding financière dont le but n'est pas de financer une société commerciale, industrielle, agricole, artisanale ou immobilière ou un actif physique...) ?

d. Les bénéficiaires des prêts doivent-ils être exclusivement européens ?

Il est de la responsabilité de la société de gestion de choisir le périmètre de ces activités. Il est vraisemblable que certaines se spécialisent dans certains domaines.

Le risque existe, notamment pendant la phase de démarrage de cette nouvelle activité, que les entreprises se tournent en priorité vers leur banque, et ne viennent solliciter les fonds spécialisés qu'en cas de refus. Certains refus peuvent être légitimes du fait de risque élevé et il est du ressort de la société de gestion d'appréhender ce risque et surtout de le considérer en relation avec la politique du Faut-il prévoir des contraintes moins strictes pour des prêts qui seraient garantis par un Etat, un établissement de crédit ou assortis de sûretés spécifiques, à l'image de ce qui se pratique pour les assureurs ? liquidité, exposition aux secteurs, frilosité, etc...), et dans ce cas, l'existence de fonds de prêts est tout à fait justifiée. Le dossier de crédit monté par la société de gestion doit être documenté sur les raisons d'un éventuel refus du prêt par un établissement bancaire.

L'exclusion des prêts aux entreprises financières paraît tout à fait légitime. Ces dernières doivent avoir leur propre circuit de financement, et cette interdiction évite toute source de conflit d'intérêt et de montages financiers hasardeux.

Même si il est vraisemblable que la plupart des prêts se concentreront sur des entreprises européennes pour des raisons de moyen de l'analyse crédit, il ne nous apparaît pas opportun de limiter les prêts aux entreprises européennes, et cela dans l'intérêt de l'investisseur final dans le fonds. La société de gestion désirant étendre ses activités aux entreprises extra-européennes doit cependant être capable d'assurer une qualité d'analyse crédit comparable à celle qu'elle effectuerait sur des entreprises européennes.

Question 13 : Faut-il prévoir des contraintes moins strictes pour des prêts qui seraient garantis par un Etat, un établissement de crédit ou assortis de sûretés spécifiques, à l'image de ce qui se pratique pour les assureurs ?

L'actualité récente nous a indiqué qu'une garantie étatique ou par un établissement de crédit n'est pas suffisante pour s'affranchir d'une analyse crédit d'un même niveau que lorsque cette garantie n'existe pas.

Question 14 : Les prêts octroyés par les fonds doivent-ils réglementairement avoir une qualité minimale ?

S'il est clair que la qualité d'un portefeuille de prêts doit être en adéquation avec la politique d'investissement exprimée par le fonds et/ou la société de gestion, il est extrêmement difficile de définir cette notion de « qualité ». Même les notations des agences spécialisées peuvent être parfois sujettes à caution. Dans ce contexte, il nous apparaît illusoire d'exiger réglementairement une qualité minimale, qui de plus serait certainement source d'interprétation différente entre la société de gestion et son autorité de tutelle.

Question 15 : Les sociétés de gestion peuvent-elles effectuer directement le recouvrement ou faut-il prévoir, à l'image de ce qui est actuellement prévu pour les organismes de titrisation qui achètent des créances (L. 214-172), que le recouvrement soit confié à une autre entité ?

Il ne nous semble pas opportun que la société de gestion assure elle-même le recouvrement de créance, qui n'est pas son cœur de métier et nécessite un savoir-faire particulier.

Question 16 : Voyez-vous d'autres aspects de l'octroi de prêts qui mériteraient d'être encadrés par l'AMF?

- 1) Il existe un risque qu'un prêt accordé par un fonds et dont la maturité sera bien sur antérieure à la clôture du fonds, se trouve, pour des raisons diverses, en situation de recouvrement, total ou partiel à la clôture du fonds. L'investisseur se trouvera alors avoir la propriété d'une « soulte » ou d'une « side pocket ». Ce risque devrait être systématiquement indiqué dans tout fonds en création.

- 2) A la condition expresse que cette possibilité soit présentée à la société de gestion au moment de sa demande d'agrément, il est possible d'envisager que l'AMF demande par sondage et dans un délai relativement bref, la communication d'un dossier de crédit sans que cela soit lié à une procédure de contrôle plus lourde des différentes procédures de la société de gestion dans son ensemble. A titre d'exemple, le « Code of Ethics and Standards of Professional Conduct » <http://www.cfapubs.org/toc/ccb/2014/2014/6>), qui s'impose à tout détenteur de la certification CFA, oblige dans son Standard V-B l'existence d'une documentation écrite et détaillée de ces décisions d'investissement.



- | | |
|-----------------------------|---|
| -Myriam Ferran, CFA, | Présidente de CFA Society France |
| -Séverine Vadon-David, CFA | Présidente du Comité Advocacy (Réglementation et Enjeux de Place) |
| -Jean-François Bouilly, CFA | Membre du Comité Advocacy - Capital Markets |
| -Jean Echiffre, CFA | Membre du Comité Advocacy - Capital Markets |
| -Luc Paugam, CFA | Membre du Comité Advocacy - Financial Analysis and Reporting |