



3 juin 2014

ATELIER 1

## Les Ateliers de la gestion

### Gestion financière, innovation et réglementation : synergies ou incompatibilités ?

*Participaient à l'atelier :*

- **Emmanuel COURANT**, Groupe Edmond de Rothschild
- **Arnaud FALLER**, CPR Asset Management
- **Xavier PARAIN**, Direction de la gestion d'actifs, AMF
- **Yann de SAINT MELEUC**, A2 Consulting
- **Patrick SERRE**, Convictions AM

*L'atelier est animé par **Éric PAGNIEZ**, Délégué général adjoint de l'AFG*

Éric PAGNIEZ

Bonjour à tous. Je vous remercie d'être présents à cet atelier sur le thème de la gestion financière, l'innovation et la réglementation. De prime abord, on pourrait penser que cet atelier appréhendera les souhaits des gérants vis-à-vis de la réglementation actuelle. Nous n'allons pas adopter cette approche. Il s'agira plutôt de vérifier si les objectifs imposés par la réglementation ou préconisés par le régulateur ou le politique se révèlent cohérents entre eux, ou s'il convient d'améliorer cette cohérence pour favoriser une gestion financière efficiente.

Les objectifs assignés à la gestion sont :

- agir dans l'intérêt exclusif de l'investisseur, c'est-à-dire dégager de la performance ;
- assurer la liquidité du produit ;
- financer l'économie ;
- assurer la sécurité du produit pour l'investisseur ;
- et plus récemment ne pas contribuer au risque systémique.

## Financement de l'économie et liquidité

Michel Barnier indiquait en décembre dernier que la gestion financière avait une vision "court termiste" dans son activité. Mais la réglementation lui laisse-t-elle la possibilité de prendre des engagements de long terme ?

Arnaud FALLER

Les gérants se voient effectivement souvent reprocher une vision "court termiste", au motif qu'ils ne se fondent pas suffisamment sur les performances réelles à long terme des entreprises. Sur le marché des actions, il importe d'éviter les fortes chutes, plutôt que de chercher à rentrer au plus bas. D'ailleurs, les actions cotées ont bénéficié d'une grande liquidité, en particulier lors de la dernière crise et ont plutôt bien joué leur rôle à cette occasion. La question, dans le monde des OPCVM, doit être étudiée sous deux angles, la liquidité des actifs détenus et la liquidité du passif. Les assureurs peuvent détenir des actifs longs, car ils possèdent aussi un passif long. On ne peut reprocher aux OPCVM d'acheter des actifs liquides. Les incitations à détenir des actifs longs vont dans le bon sens. Pour les fenêtres de souscription rachat, il s'avère possible de réduire la fréquence quotidienne presque partout, mais il convient surtout d'assurer l'adéquation entre l'actif et le passif, de limiter l'encours et d'utiliser les techniques de maîtrise de liquidité.

Éric PAGNIEZ

Mais les sociétés de gestion sont-elles outillées pour gérer leur passif ?

Yann de SAINT-MELEUC

Certaines sociétés de gestion travaillent de longue date sur la structure du passif de leurs fonds parce qu'elles ont un intérêt stratégique



Arnaud FALLER et Éric PAGNIEZ

à le faire. Mais la grande majorité accuse un retard d'investissement dans la connaissance du passif. Dans de nombreuses sociétés de gestion, les trois services concernés par la connaissance du passif ne dialoguent pas : les commerciaux (« quels sont mes clients ? »), le contrôle de gestion (« quelles rétrocessions pour quel distributeur ? ») et le risque management. Le contrôle des risques se développe et vient mesurer le risque de liquidité du fonds, qui repose sur la probabilité de rachats et l'amplitude de ces rachats. Or cette troisième partie prenante éprouve encore des difficultés à approfondir sa connaissance du passif. Il importe avant tout que ces acteurs définissent ensemble la granularité du suivi du passif afin que la société puisse parler d'une voix cohérente aux acteurs de la chaîne du passif (centralisateurs, teneurs de compte, distributeurs...). Les circuits d'information du passif sont souvent beaucoup plus hétérogènes que ceux que l'on retrouve à l'actif (achat/vente de titres). Les outils de suivi du passif se révèlent soit complets et matures/coûteux, soit ce sont de nouveaux outils qui émergent et qui s'avèrent plus souples.

Mais ces derniers ne couvrent pas le même périmètre fonctionnel et ne sont qu'au début de la maîtrise du passif.

Pour aller plus loin que la simple connaissance du passif et travailler sur de la gestion du passif, avec d'autres acteurs, nous avons déposé un dossier "FUI" (Fonds Unique Interministériel). Comme le crédit impôt recherche, il s'agit d'un programme de recherche que l'État, la région et la ville peuvent financer en partie. Le projet de modélisation de la gestion du passif des fonds vient d'être agréé par l'État. C'est le seul projet en finance du dernier appel à projet qui sera financé par l'État et la région Île-de-France. Il apparaît donc comme un signe positif de l'État qui a compris que si le maillon des

sociétés de gestion maîtrise bien son passif, il sera mieux équipé pour prévenir le risque de transmission du risque de liquidité. Ce projet sur trois ans démarrera sous peu.

**Éric PAGNIEZ**

Les règles de liquidité imposées par la réglementation sont-elles adaptées à tous les types de gestion ?



Yann de SAINT-MELEUC

**Emmanuel COURANT**

Oui, mais avec un bémol sous forme de boutade : la liquidité est présente quand nous n'en avons pas besoin et elle peut faire défaut quand on en a besoin... Le régulateur a accompli un travail approfondi de sensibilisation des acteurs : le cadre réglementaire repose désormais sur une responsabilisation accrue de ces derniers en matière d'adéquation entre actif et passif et sur des démarches de stress-test. Au-delà de la connaissance et de la maîtrise de son passif, l'illusion de passifs relativement stables et disparates en termes de comportement a pu apparaître. Or, les périodes de crises récentes nous ont prouvé que nos passifs pouvaient avoir des comportements relativement grégaires. Les investisseurs peuvent ainsi réaliser des mouvements forts, réagissant à des chocs exogènes. Cela a été particulièrement vrai fin 2008 quand la multigestion alternative a connu un choc de liquidité qui s'est accompagné concomitamment d'un passif extrêmement volatile et d'un actif devenant de plus en plus "visqueux".

La réglementation responsabilise aujourd'hui nos équipes de contrôle des risques et les

ont investies d'une mission de garde-fou pour s'assurer que la société de gestion a mis en place des dispositifs lui permettant à tout moment de modéliser la liquidité de ses actifs et de son passif au moyen de stress tests. Nous ne sommes pas à l'abri d'une distorsion forte entre l'actif et le passif en cas de choc exogène brutal. En présence d'une telle situation exceptionnelle, la Place s'est dotée d'outils non pas pour gérer la liquidité, mais pour gérer la crise (gates notamment). Ces mesures extrêmes ne doivent cependant pas être utilisées comme un mode de gestion normal de la liquidité, il s'agit de mesures d'urgence ; d'autant qu'elles présentent potentiellement un impact commercial désastreux.

**Éric PAGNIEZ**

Lorsqu'un OPCVM doit disposer d'une liquidité minimale de 15 jours, le régulateur peut-il accepter que son actif contienne des titres qui ne soient pas liquides sous 15 jours et donc accepter que l'OPCVM puisse faire un peu de transformation ?

**Xavier PARAIN**

Parler de transformation, c'est parler de *shadow banking*. L'AMF tient particulièrement à ce que soit reconnu le statut original de la gestion d'actifs dans le débat sur le *shadow banking*. La gestion d'actifs est certes une composante de la finance parallèle, mais dont les acteurs et les produits sont d'ores et déjà fortement régulés et assument une fonction essentielle et bénéfique de financement de l'économie. Sur l'horizon de placement et la liquidité, l'AMF s'attache à renforcer la compréhension des investisseurs sur l'horizon de placement recommandé de chaque fonds d'investissement. L'investissement dans des produits actions ne se limite pas à un horizon de 15 jours. Il doit être réalisé sur le long terme et ne doit pas s'accompagner d'un espoir de liquidité donné à l'investisseur par une valeur liquidative calculée tous les jours ou tous les 15 jours. La gestion de liquidité des actifs s'effectue non pas avec les dispositifs de crise comme des *gates*, mais avec des stress tests et des engagements de maîtrise des risques de liquidité d'une manière très pointue par les gestionnaires. Ainsi, dans l'exemple des fonds éligibles au dispositif PEA-PME, nous avons constaté que le cumul des objectifs de collecte faisait naître potentiellement un problème de liquidité sur le marché. Un stress



Emmanuel COURANT





Xavier PARAIN et Éric PAGNIEZ

test permet d'appréhender la liquidité des actifs de ces fonds *small caps* par l'utilisation de modèles et de déterminer la capacité à faire face à une perte d'encours. Les actifs en portefeuille doivent être suffisamment liquides pour faire face à ces rachats. En matière de gestion de la liquidité, l'AMF considère que la gestion quotidienne de flux de souscriptions rachats se révèle finalement souvent plus prudente que la gestion mensuelle car les ajustements de portefeuille nécessaire pour faire face aux souscriptions/rachats sont étalés tous les jours. Nous éprouvons une certaine frilosité vis-à-vis de la gestion des flux concentrée sur une journée dans le mois, qui peut entraîner des décalages de cours. La liquidité journalière permet de lisser les rachats alors que la liquidité mensuelle entraîne des arbitrages plus nombreux.

### Éric PAGNIEZ

Si son usage est prévu, un préavis donné par l'investisseur aux sociétés de gestion pour ses futurs rachats est des plus utiles. Pour apprécier la liquidité d'un OPC, outre la liquidité du portefeuille, le comportement du passif, il convient aussi de tenir compte de la durée de placement recommandée. Il existe déjà un certain nombre de dispositions sur le long terme et nous avons beaucoup parlé d'un projet européen. Qu'en est-il ?

### Xavier PARAIN

Ce projet européen vise à créer un nouveau véhicule qui aura vocation à investir sur des "projets". Le texte reste difficile à comprendre pour l'instant, car nous ignorons encore quelle sera la définition des "projets". L'AMF trouve un intérêt à disposer d'un nouveau véhicule d'investissement sur le long terme qui n'affiche pas un faux espoir de liquidité, surtout si cela permet de financer des actifs moins liquides.

Dans le cadre de la transposition de la directive AIFM, nous avons laissé la place à un tel véhicule, laissant de côté la SICAF dans l'exercice de rénovation de l'ensemble de la gamme des fonds d'investissement effectué en 2013. C'est un produit peu utilisé. Nous restons vigilants quant à l'avenir de ce texte. Le produit que nous imaginons issu de ce texte européen pourrait être une SICAF modernisée.

### Éric PAGNIEZ

En l'état actuel, le projet n'enthousiasme pas trop la profession. Heureusement, pour le financement de l'économie, d'autres dossiers ont abouti : le PEA/PME, le contrat euro-croissance, la charte de l'EuroPP...

### Patrick SERRE

Le produit PEA-PME paraît intéressant dans sa cible, les PME de moins de 50 salariés présentant un total de bilan inférieur à 2 milliards d'euros. La cible ainsi définie recouvre 500 valeurs en France, 4 500 en Europe. Parmi les sociétés non cotées, 4 000 ETI sont recensées en France. Toutefois, il faudra aller chercher des valeurs non cotées, ce qui peut poser le risque de la liquidité. Le plan PEA-PME présente plusieurs intérêts en donnant de la liquidité à des valeurs jusqu'à présent non liquides. Il permet également de participer activement au financement des PME. L'achat de titres non cotés offre un apport de valeur important pour l'entreprise. Le plan va redonner de la dynamique aux PME. Sur 15 à 20 ans, le rendement sur les petites valeurs se révèle supérieur à celui observé sur les grandes valeurs, même si les petites souffrent davantage des retournements du marché. Le marché devrait également être soutenu par le manque de croissance qui permettra de faire revenir l'épargne domestique dans le marché des actions. Le seuil se révèle cependant insuffisamment élevé.

### Yann de SAINT-MELEUC

Le contrat euro-croissance constitue le pendant du côté de l'assurance, un produit hybride du contrat en unités de compte et du contrat en euro. Au bout de 8 ans, l'investisseur possède la garantie de récupérer au moins sa mise, même s'il n'est pas tenu de rester jusqu'à ce terme. Ces contrats devraient permettre d'augmenter la collecte d'épargne sur des supports plus longs qu'aujourd'hui. S'ils apportent un flux d'épargne, nous pourrions toutefois être confrontés à un surcroît d'investissement dans

des sociétés peu liquides et moins bien analysées. Il faudrait donc prendre en compte dans le risque de placement sur ces sociétés l'élément de liquidité. Au 1<sup>er</sup> semestre 2014, j'ai rencontré nombre de gérants soulignant que le nombre d'analystes financiers a singulièrement diminué ces dix dernières années. Il faut remettre en place un dispositif pour s'assurer que ces investissements sont accompagnés d'un bon degré d'analyse du risque. Il conviendrait sans doute de veiller à la mise en commun des informations sur les entreprises. Aujourd'hui, les bases de données s'avèrent onéreuses et les données manquent. Il n'existe pas de base d'information financière suffisamment exhaustive et fiable.



Patrick SERRE

Yann de SAINT-MELEUC

### Arnaud FALLER

Si nous introduisons des fonds fermés, nous courons le risque de voir les investisseurs fuir des placements dont ils ne peuvent pas sortir. La piste semi-ouverte risque d'être placée en concurrence avec des produits d'assurance-vie. Or les contrats en euros possèdent l'énorme avantage de voir leur valorisation lissée dans le temps.

## Financement de l'économie, performance et sécurité de l'investisseur

### Éric PAGNIEZ

Les règles d'éligibilité actuelles sont-elles aujourd'hui adaptées à la sécurité de l'investisseur ?

### Patrick SERRE

Une de nos préoccupations concerne l'investissement dans d'autres fonds : un OPCVM coordonné peut investir 30 % d'OPC étrangers ou

français sous réserve de quatre conditions, à savoir qu'il n'investisse pas plus de 10 % dans un autre fonds, que ces fonds soient régulés, que les fonds publient un rapport de gestion semestriel et qu'ils respectent une règle de diversification des actifs, selon le schéma 5/10/40. La directive évoque l'*Asset segregation*, traduite en français en "division des actifs". Le texte exige une séparation des rôles de gérant et de conservateur. La division des actifs a finalement été traduite en répartition des actifs. Ainsi, ces OPC devraient à leur tour voir leurs actifs divisés selon la règle des 5/10/40. Or les fonds étrangers notamment ne sont pas soumis à cette règle. Ainsi, cette faculté de 30 % ne servira pas réellement et nous risquons de voir apparaître sur le marché des fonds AIF bien plus larges et une concurrence dans laquelle nous ne jouerons pas forcément à armes égales.

### Xavier PARAIN

La problématique concerne plus les OPCVM que les FIA puisqu'il existe encore un ratio "poubelle" pour les FIA permettant d'investir dans les fonds étrangers. Sur les OPCVM, si les fonds ne sont pas éligibles au ratio poubelle de 10 % prévu par la directive, il paraît étonnant qu'ils se révèlent éligibles à un ratio de 30 %. Ce débat pose avant tout la question de l'harmonisation européenne. Il faudrait en effet s'assurer que la règle s'avère identique partout en Europe. Je pense que nous y parvenons de plus en plus. L'AMF dispose de pouvoirs plus importants pour favoriser cette harmonisation et l'ESMA négocie davantage. Nous nous attachons à répondre à cette question. Nous souhaiterions clarifier ce ratio en établissant une règle claire et homogène. L'AMF garde une lecture prudente et stricte et s'attache à ce que le sujet soit traité au niveau de l'ESMA.

### Éric PAGNIEZ

Qu'en est-il de ce ratio "poubelle" ?

### Arnaud FALLER

La disparition de ce ratio résulte de l'Europe. En France, il se révélait plutôt pertinent. Certains fonds alternatifs n'ont pas affiché des performances à la hauteur des attentes, mais en revanche un grand nombre de fonds de *private equity* ont quand même enregistré des résultats plus satisfaisants. Il convient de laisser aux personnes physiques la liberté de s'engager dans cette démarche, qui se développe d'ailleurs dans le cadre de l'épargne salariale aujourd'hui.

**Éric PAGNIEZ**

S'agissant des règles de diversification, la directive OPCVM fixe des règles de base dans la répartition des risques et impose l'instauration de 16 lignes différentes dans un portefeuille. Ces règles sont-elles vraiment adaptées en termes de sécurité et de performance ?

**Patrick SERRE**

Elles présentent des conséquences sur la diversification des portefeuilles. En pratique, nous ne pouvons pas gérer un portefeuille avec 16 lignes en respectant ces règles, qui nous obligent à réduire les bons investissements et à renforcer les mauvais. Il faut distinguer la performance et le risque. En termes de risque, le nombre optimal de lignes s'établit autour de 25 lignes, mais certaines études démontrent que des portefeuilles concentrés affichent aussi de bonnes performances. Aujourd'hui, les OPCVM coordonnés se trouvent en compétition avec des FIA moins contraints par ces lignes. Ainsi, nous pourrions arriver à un système avec des OPCVM coordonnés pour le *Retail* et, pour la clientèle plus technique, des FIA enregistrant de bonnes performances. Or je doute que cette évolution s'opère au profit des investisseurs. Finalement, la directive AIFM pourrait reléguer les fonds coordonnés loin derrière les fonds européens et américains, à une place qu'ils ne méritent pas.

**Xavier PARAIN**

Les OPCVM *Retail* français ne subiront pas de concurrence. Ces produits existent depuis 1985 et sont bien connus. Ils positionnent le portefeuille sur une ligne de risque particulière. Entre 16 et 20 valeurs, les portefeuilles se révèlent solides et diversifiés. Pour les investisseurs institutionnels, il existe une gamme de produits qui permet à l'investisseur d'avoir accès à un risque plus élevé, sur un portefeuille plus concentré. Les règles de diversification de la directive se révèlent quand même relativement pertinentes. En revanche, la règle de détention de six obligations d'État dans un portefeuille peut paraître non pertinente, alors qu'elle existe depuis 1985. Mais la reconnaissance du label OPCVM nous amène à ne pas souhaiter modifier ces règles, désormais bien connues des investisseurs.

**Éric PAGNIEZ**

Nous avons de plus en plus l'impression que l'investisseur *Retail* n'a pas véritablement accès à certains produits parce qu'il est considéré comme étant dépourvu d'esprit critique.

Je pense par exemple au fonds à vocation générale réservés aux professionnels et à la réflexion sur l'utilité des produits dérivés pour le *Retail*. L'investisseur *Retail* a-t-il réellement besoin de cette protection ou une information suffit-elle pour lui permettre de choisir avec discernement son investissement ?

**Emmanuel COURANT**

Il est à tout moment essentiel de pouvoir fournir à nos clients une information claire et non trompeuse. Un client qui confie son portefeuille à un gérant, qui est agréé et régulé à cet effet, marque un acte de confiance envers ce professionnel, lequel bénéficie d'un accès à des marchés et à des instruments financiers auxquels le client a difficilement accès. Dans ce cadre, un gérant peut être amené à utiliser des produits financiers complexes et je ne vois pas pour quelles raisons cela devrait lui être interdit au seul motif que son mandant est un client de détail. Ces instruments et les conditions de leur utilisation doivent être expliqués d'une manière intelligible dans la documentation de l'organisme de placement collectif. Ce n'est pas pour autant que cela doit aboutir à un bannissement de ce type de produits pour l'investisseur de détail. Il importe en revanche que le client puisse appréhender les scénarios favorables ou défavorables à sa situation et à son investissement. La qualification en produits complexes ne doit pas s'avérer systématique. Or, on peut légitimement s'inquiéter de l'interprétation qui pourrait être privilégiée dans le cadre de la future transposition de la directive MIFID 2 et du débat sur les UCITS dits "complexes".

**Xavier PARAIN**

Sur ce sujet, l'AMF reste parfaitement alignée avec les professionnels. Dans la mesure où le fonds poursuit un objectif d'investissement intelligible pour le client *Retail*, il est libre d'investir dans des produits dérivés complexes. Nous souhaitons soutenir ce modèle en Europe, mais nous devons faire face à d'autres visions européennes qui souhaitent exclure les produits dérivés complexes du *Retail*. Nous pensons au contraire que les produits dérivés, même complexes, présentent un intérêt pour l'investisseur privé. Nous avons travaillé au niveau de l'OICV pour qu'une note, publiée en décembre dernier, stabilise la possibilité de créer des fonds avec des produits structurés dans le *Retail*, dans un cadre sécurisé et adapté. Nous cherchons également à imposer ce modèle au niveau de la nouvelle réglementation PRIPs.



## Gestion financière et prévention du risque systémique

Éric PAGNIEZ

Trois risques potentiellement systémiques ont été évoqués s'agissant de la gestion : la taille de certains fonds ; l'importance de l'intervention des OPC sur les marchés ; les OPCVM monétaires.

Arnaud FALLER

S'agissant des OPCVM monétaires C-NAV, le débat européen s'est soldé par un projet de directive instaurant un *capital buffer* pour mettre en face de la stabilité de la valeur de l'actif la responsabilité de l'investisseur. Ce projet n'a pas encore reçu l'accord du Parlement. La nouvelle mandature doit reprendre le sujet, mais il est possible que les États-Unis poursuivent leur réflexion dans l'intervalle et aboutissent avant l'Europe. La pratique du "mark to market" dans les OPCVM me paraît pertinente.

Éric PAGNIEZ

La présidence italienne semble encline à placer ce dossier dans ses priorités. Par ailleurs, la référence systématique, posée par la réglementation, à des benchmarks ou indices n'influence-t-elle pas la gestion, incitant les professionnels à réagir en même temps et sur les mêmes actifs ?

Arnaud FALLER

L'indice doit jouer un double rôle, celui d'un indicateur de qualité et celui d'un indicateur de risque. Or il existe de plus en plus de mesures pro cycliques, qui peuvent s'avérer dangereuses en incitant les gestionnaires à agir sur les mêmes fonds en même temps. Ces mouvements peuvent occasionner des bulles ou des chutes. Il faut louer l'émergence de plus en plus forte de fonds à univers assez large et encadré, avec des expositions souples laissées à la main des gérants.

Éric PAGNIEZ

L'utilisation des notations dans le choix des titres constitue selon moi un autre risque systémique réglementaire. Le régulateur semble avoir pris conscience qu'il était allé un peu loin en la matière.

Xavier PARAIN

Une initiative européenne fondée sur l'idée que les agences de notation présentent un effet systémique a été prise. La transposition de la directive dans les États membres vient imposer aux gestionnaires de ne pas prendre en compte systématiquement la notation des titres qu'ils vont utiliser. Cette désintoxication semble pour l'instant plutôt bien acceptée. Il convient désormais d'appréhender la façon dont elle peut se combiner avec les règles qui régissent les investisseurs professionnels. Nous examinons cette désintoxication produit par produit avec les acteurs, en vérifiant que toutes les sociétés de gestion se mettent en ordre de marche.

## Existe-t-il des techniques, des structures ou des produits souhaités que la réglementation ne permet pas ?

Éric PAGNIEZ

Comment le régulateur français réagit-il face aux innovations que vous lui présentez ?

Emmanuel COURANT

Le régulateur français se tient à l'écoute des acteurs. Nous nous engageons dans des discussions approfondies et fréquentes avec l'AMF, notamment dans le cadre de groupes de travail sur la compétitivité. Nous échangeons de façon très constructive et efficace. Bien sûr, nous avons des attentes non encore satisfaites, notamment lorsque nous comparons les pratiques respectives de la France et de concurrents limitrophes,



mais le cadre réglementaire français est très abouti et a gagné récemment en lisibilité. Malheureusement, nous en avons insuffisamment fait la promotion. L'écosystème français n'a pas réussi à défendre à l'échelle internationale la qualité de sa Place. Nous attendons aujourd'hui des évolutions sur certains points qui relèvent de problématiques européennes. C'est ainsi le cas pour la question des catégories de parts et actions couvertes dont nous souhaitons l'ouverture plus large. Aujourd'hui, en France, le cadre réglementaire ne permet que la mise en place de couvertures systématiques du risque de change. À l'inverse, au Luxembourg, tous les risques peuvent être couverts, au prix parfois de distorsions particulièrement fortes, les impacts en matière de classification, de ratio, de contrepartie et de calcul du risque global n'ayant pas été nécessairement appréhendés par le régulateur local..... Enfin, de l'autre côté du spectre, la Place a insuffisamment anticipé les problématiques d'éligibilité de nos véhicules à l'actif des investisseurs institutionnels. Nous avons été confrontés par le passé à des réorganisations profondes (changements de dénomination, création de nouveaux véhicules) sans que ces modifications aient été traduites simultanément dans le corpus réglementaire régissant les investissements de nos clients institutionnels (Code de la Sécurité sociale, Code des assurances, Code de la mutualité, règlements financiers...). Il est impératif que toute évolution réglementaire appréhende en amont et pas ex-post cette dimension essentielle.

#### Arnaud FALLER

Nous souhaitons tous le développement de la place de Paris, mais de nombreux progrès restent à faire en la matière. La taille des fonds constitue un handicap majeur pour la place de Paris. La taille moyenne des fonds obligataires s'avère deux fois plus grande au Luxembourg qu'en France. Tous les mécanismes qui permettent d'augmenter la taille moyenne des fonds sont donc les bienvenus, d'autant que les investisseurs privilégient toujours les fonds les plus volumineux.

#### Xavier PARAIN

Il n'est pas trop tard pour exporter la gestion française et trouver des mécanismes pour exporter les fonds français. Notre gamme se révèle robuste et claire. Nos règles de gestion sont parfois dures, mais protectrices pour les investisseurs. Nous souhaitons maintenir le dialogue le plus direct possible au niveau de l'AMF et nous n'avons

pas peur de certaines innovations. Nous avons par exemple évoqué avec les professionnels l'idée que les fonds français émettent d'autres instruments que des parts ou des actions. Nous avons envisagé d'émettre des obligations. Gardons-nous toutefois des innovations extrêmes que certains pays européens ont pu développer ces dernières années, sur les classes de parts notamment. Nous défendons en la matière une approche harmonisée à 28 pays, pour éviter que les investisseurs se retrouvent confrontés à des risques de contrepartie trop forts. Je suis plutôt confiant sur la possibilité de trouver une approche harmonisée au niveau européen sur ce point. Je pense qu'il n'est pas trop tard pour promouvoir la place de Paris. Une opportunité est donnée au niveau européen pour évoquer les freins à l'exportation de la gestion française avec le dialogue à l'ESMA sur le passeport pays tiers présent dans la directive AIFM. Pour aider l'ESMA à formuler son opinion sur ce sujet, nous cherchons à identifier les freins qui empêchent les gestionnaires de fonds de bien vendre leurs produits à l'étranger. Je vous invite à nous faire part des freins que vous pourriez rencontrer dans ce domaine.

#### Patrick SERRE

Le projet qui viserait à coter les fonds sur Euronext permettrait une diffusion des fonds à l'international. Les sociétés de gestion entrepreneuriales ne sont en effet pas forcément toutes, de par leur taille, visibles pour les investisseurs étrangers. Nous pourrions également mettre en place une sorte de comité des investisseurs qui pourrait fonctionner de manière régulière. Ce comité assurerait le développement de la notoriété des sociétés de gestion. Il ne s'agit pas d'instaurer un conseil d'administration fantôme, mais d'assurer une plus grande proximité tout en mettant des garde-fous en place. En outre, ce comité pourrait parfaitement correspondre au service rendu effectif qui doit désormais justifier les commissions.

#### Éric PAGNIEZ

Nous arrivons au terme de notre débat. Je vous remercie d'avoir assisté à cet atelier.



**AFG**

31 rue de Miromesnil  
75008 Paris

Tél.: 01 44 94 94 00

@AFG\_France

