

Rapport spécial

Fonds d'investissement:

malgré les actions de l'UE, les investisseurs ne bénéficient pas encore d'un véritable marché unique



COUR DES
COMPTES
EUROPÉENNE



Table des matières

	Points
Synthèse	I - X
Introduction	01 - 11
Le marché européen des fonds d'investissement	01 - 07
Cadre réglementaire	08 - 10
Responsabilités de l'UE et des États membres	11
Étendue et approche de l'audit	12 - 15
Observations	16 - 125
Les objectifs des législateurs de l'UE n'ont été atteints que dans une mesure limitée	16 - 33
Les législateurs européens ont fixé des objectifs ambitieux pour un marché unique des fonds d'investissement	16 - 17
Le régime de passeport n'a pas permis de créer un véritable marché unique	18 - 25
L'impact des initiatives législatives est limité	26 - 31
La transposition n'a pas toujours été effectuée en temps utile	32 - 33
L'AEMF a intensifié ses efforts pour favoriser la convergence et l'efficacité en matière de surveillance, mais les progrès sont limités	34 - 68
L'AEMF dispose des outils pour favoriser la convergence en matière de surveillance	39
L'AEMF a renforcé ses travaux de convergence	40 - 41
Les impacts ne sont guère démontrés et il n'existe aucun mécanisme pour mesurer l'efficacité	42 - 60
Les travaux de l'AEMF ont révélé des faiblesses dans la surveillance et de possibles distorsions de concurrence	61 - 68
La Commission et l'AEMF ont entrepris des actions pour mieux protéger les investisseurs, mais les coûts restent élevés	69 - 92
La législation de l'UE prévoit de nombreuses mesures pour protéger les investisseurs	70 - 72
Malgré plusieurs mesures de l'UE, la transparence reste un problème	73 - 82

L'AEMF, la Commission et les ANC ont contribué à orienter les coûts des OPCVM à la baisse	83 - 92
L'identification des risques systémiques nécessite des progrès supplémentaires	93 - 111
L'évaluation et le suivi des risques systémiques n'en sont qu'aux balbutiements	94 - 102
Il n'existe pas de tests de résistance prudentiels et, bien que les travaux aient commencé, le suivi de la simulation est insuffisant	103 - 107
Les orientations relatives aux tests de résistance internes sont appropriées, mais les résultats des tests ne sont pas utilisés efficacement	108 - 111
Des lacunes et des doubles emplois dans la collecte des données font obstacle à l'identification des risques pour la stabilité financière et les investisseurs	112 - 125
L'absence de régime de déclaration harmonisé pour les OPCVM handicape l'AEMF dans son évaluation du degré de préparation des fonds aux crises et dans la réalisation des tests de résistance	114 - 120
Certaines exigences essentielles en matière de déclaration ne sont pas obligatoires dans la directive GFIA	121 - 122
Les banques centrales nationales recueillent des données aux fins de la déclaration statistique, mais ces informations ne sont mises à la disposition ni de l'AEMF ni du CERS	123 - 125
Conclusions et recommandations	126 - 138

Annexe

Annexe – Collecte des données relatives aux FIA et aux OPCVM et partage de l'information

Acronymes, sigles et abréviations

Glossaire

Réponses de la Commission et de l'AEMF

Calendrier

Équipe d'audit

Synthèse

I Les fonds d'investissement rassemblent des capitaux qu'ils placent ensuite dans un portefeuille d'actifs. Ils jouent un rôle important dans l'union des marchés des capitaux en accélérant la croissance, en créant des emplois et en renforçant l'autonomie de l'UE. Les citoyens de l'UE détiennent directement un quart environ de l'ensemble des fonds disponibles dans l'Union, mais ils ont également une importante exposition indirecte aux fonds d'investissement par les contrats d'assurance-vie et de pension qu'ils souscrivent. L'UE vise à créer un marché unique concurrentiel qui offre à ses citoyens un choix plus large de produits d'investissement moins coûteux mais fiables et qui garantit la stabilité financière dans l'ensemble de l'Union.

II En 2020, les fonds d'investissement domiciliés dans l'UE représentaient 18,8 billions d'euros d'actifs, dont près de deux tiers aux mains des ménages, ce qui souligne bien la nécessité d'une protection efficace des consommateurs. L'UE a établi un cadre réglementaire pour les fonds d'investissement afin de garantir l'application de règles similaires dans l'ensemble du marché unique. En dépit des efforts déployés pour développer le marché unique, le secteur des fonds d'investissement reste concentré dans une poignée d'États membres. Le cadre juridique consiste essentiellement en des directives, qui imposent à ces derniers de mettre en œuvre des règles nationales, lesquelles peuvent donner lieu à des différences notables sur le plan de la réglementation. L'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) a pour mission de garantir une surveillance efficace et cohérente dans l'ensemble de l'Union et de contrôler les risques pour la stabilité financière avec le comité européen du risque systémique (CERS).

III Notre audit couvre la période allant de 2016 à juillet 2021. Il a eu pour objet de déterminer dans quelle mesure l'UE a mis en place un marché unique pour les fonds d'investissement. Nous avons examiné si le cadre juridique est efficace, si les travaux de l'UE ont permis une convergence entre les États membres pour ce qui est de la surveillance, et si l'Union a réussi à atténuer les risques pour les investisseurs, les marchés et la stabilité financière. Le présent rapport met en évidence les faiblesses dans l'approche législative de la Commission ainsi que dans les actions de l'AEMF dans le domaine des fonds d'investissement, et formule des recommandations d'amélioration. Il contribue donc à accroître l'efficacité et l'efficience de la surveillance financière et de la protection des investisseurs.

IV Nous arrivons à la conclusion que les actions de l'UE ont permis l'établissement d'un marché unique pour les fonds d'investissement, grâce au régime de passeport notamment, mais qu'il n'existe pas de réelle activité transfrontalière et que les avantages pour les investisseurs restent limités. En outre, la cohérence et l'efficacité de la surveillance des fonds ainsi que de la protection des investisseurs laissent à désirer. Si elle veut réaliser un véritable marché unique, l'UE ne pourra se contenter d'apporter des retouches mineures au cadre juridique.

V L'AEMF s'est efforcée de promouvoir la convergence en matière de surveillance, ce qui a permis d'améliorer légèrement la qualité de celle-ci et de réduire les divergences. Elle ne peut toutefois mesurer cette évolution et ne dispose que de peu d'informations pour déterminer s'il existe un niveau de surveillance équivalent dans les États membres. Il n'empêche que ses travaux ont révélé des faiblesses dans la surveillance exercée à l'échelon national et certaines pratiques divergentes. Pour mettre en place une surveillance cohérente, l'AEMF dépend du bon vouloir des autorités nationales de surveillance et de la volonté de son propre conseil des autorités de surveillance. Nous avons constaté que, de part et d'autre, ils privilégiaient une convergence douce, dont l'efficacité reste à démontrer, puisque bien souvent, les outils utilisés ne se sont pas traduits par une surveillance efficace et cohérente.

VI Les actions de l'UE ont permis de renforcer la protection des investisseurs. Pour ceux-ci, elles améliorent par exemple la transparence, en particulier en ce qui concerne les risques, la performance et les coûts d'investissement. Cela étant, les investisseurs ne sont toujours pas suffisamment protégés contre les coûts indus ou les conseils peu objectifs d'intermédiaires financiers. En conséquence, les investisseurs s'exposent à des coûts plus élevés et risquent d'acheter des produits moins indiqués.

VII L'AEMF et le CERS surveillent le risque systémique et en rendent compte dans des rapports. Jusqu'à présent, aucun inventaire des pratiques existant dans les États membres pour surveiller le risque systémique n'a été réalisé. Contrairement à ce qui est pourtant prévu, l'AEMF n'a pas effectué de tests de résistance mais en a simulés en se fondant sur les données du marché. Pour être efficace, la surveillance des risques systémiques et des risques pour les investisseurs doit pouvoir s'appuyer sur des données appropriées. Il n'existe toutefois pas de régime de déclaration harmonisé pour les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), et les déclarations relatives aux fonds d'investissement alternatifs (FIA) ne sont pas suffisamment détaillées. Jusqu'à présent, l'AEMF et le CERS n'ont pas complètement exploré la possibilité d'exploiter les données existantes collectées par les banques centrales, préférant utiliser des informations moins fiables fournies par des acteurs commerciaux.

VIII Nous recommandons à la Commission:

- d'évaluer l'adéquation du cadre existant avec les objectifs à atteindre;
- d'envisager de proposer des modifications de la structure de gouvernance de l'AEMF;
- de simplifier la collecte des données et de mettre à jour les régimes de déclaration.

IX Nous recommandons à l'AEMF:

- d'accroître l'efficacité de ses travaux de convergence;
- d'améliorer la détection du risque systémique, en coopération avec le CERS.

X La Commission et l'AEMF devraient:

- assurer une meilleure protection des investisseurs contre les coûts indus et les informations trompeuses.

Introduction

Le marché européen des fonds d'investissement

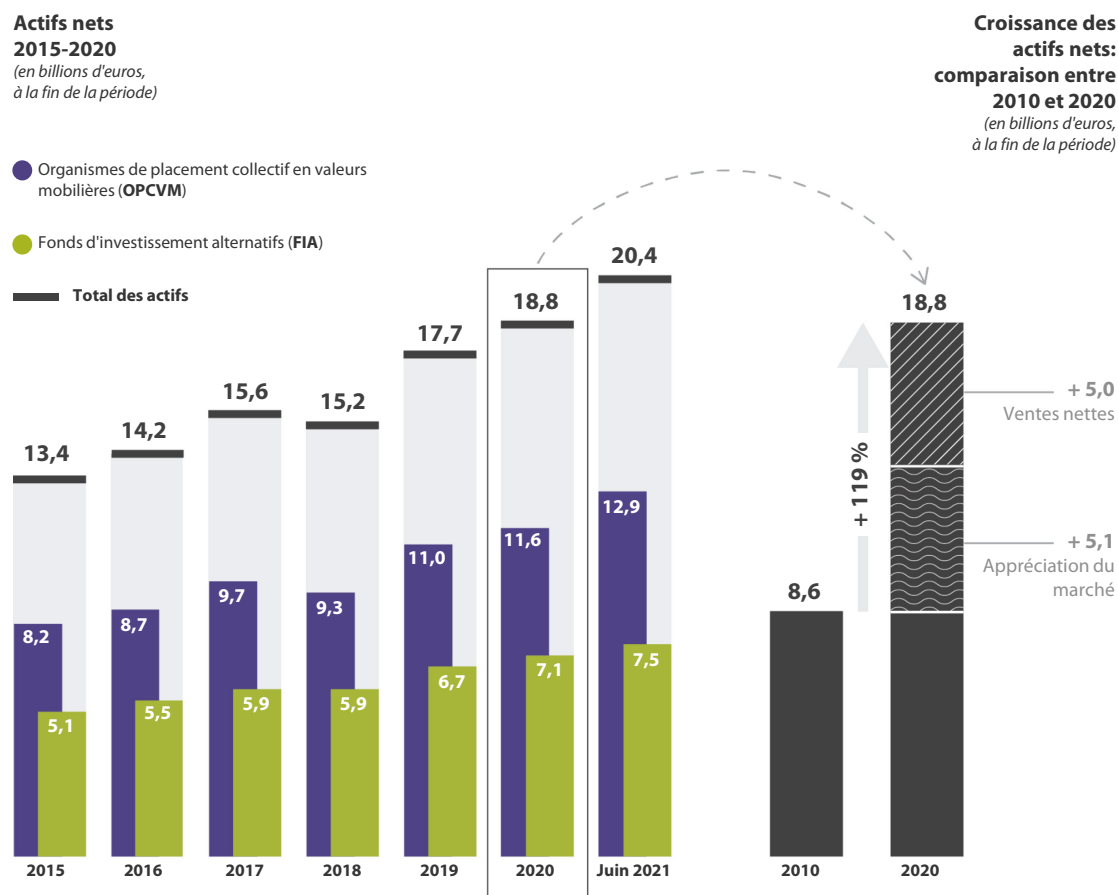
01 Les fonds d'investissement mettent en commun les capitaux d'investisseurs et les placent ensuite de manière collective dans un portefeuille d'actifs (actions, obligations et biens immobiliers), conformément à une politique d'investissement définie et selon le principe de répartition des risques. Ils jouent un rôle important dans l'union des marchés des capitaux, l'initiative de l'UE qui vise à générer des flux d'investissements dans l'Union et ainsi stimuler la croissance, créer des emplois et renforcer l'autonomie de l'UE. Il s'agit de créer un marché unique concurrentiel et d'offrir aux investisseurs un choix plus large de produits moins coûteux mais fiables.

02 Fin 2020, la valeur liquidative des 64 000 fonds d'investissement domiciliés dans l'UE s'élevait à 18,8 billions d'euros, ce qui fait de l'Union le deuxième plus important marché de fonds d'investissement au monde en matière d'actifs gérés, derrière les États-Unis. Plus de 60 % de ce montant (11,6 billions d'euros) ont été investis dans des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), qui ciblent en général les investisseurs de détail. Les fonds d'investissement alternatifs (FIA), d'une valeur liquidative totale de 7,1 billions d'euros, comprennent tous les fonds autres que les OPCVM (par exemple les fonds d'investissement immobilier, les fonds de capital-investissement, certains fonds monétaires, les fonds spéculatifs et d'autres fonds encore). Ce type de fonds s'adresse principalement à des investisseurs professionnels.

03 Les fonds d'investissement européens n'ont cessé de croître ces dernières années. Entre 2011 et 2020, leur valeur liquidative a augmenté de 119 % (soit de plus de 10 billions d'euros), avec, chaque année, des entrées nettes, étant donné que la valeur des nouveaux achats était systématiquement supérieure à celle des remboursements. La moitié environ de cette croissance est à mettre à l'actif des ventes nettes de fonds d'investissement, l'autre moitié s'expliquant par l'appréciation du marché (voir [figure 1](#)). Depuis l'adoption de la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (directive GFIA)¹ en 2011, la valeur liquidative des FIA de l'UE a connu un rythme de croissance plus rapide que celle des OPCVM: leur part de marché est passée de 27 % fin 2010 à 38 % des fonds de l'UE dix ans plus tard.

¹ Directive 2011/61/UE du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs.

Figure 1 – Fonds d'investissement européens: actif net par type de fonds (2015-2020) et croissance de l'actif net (2009-2020)

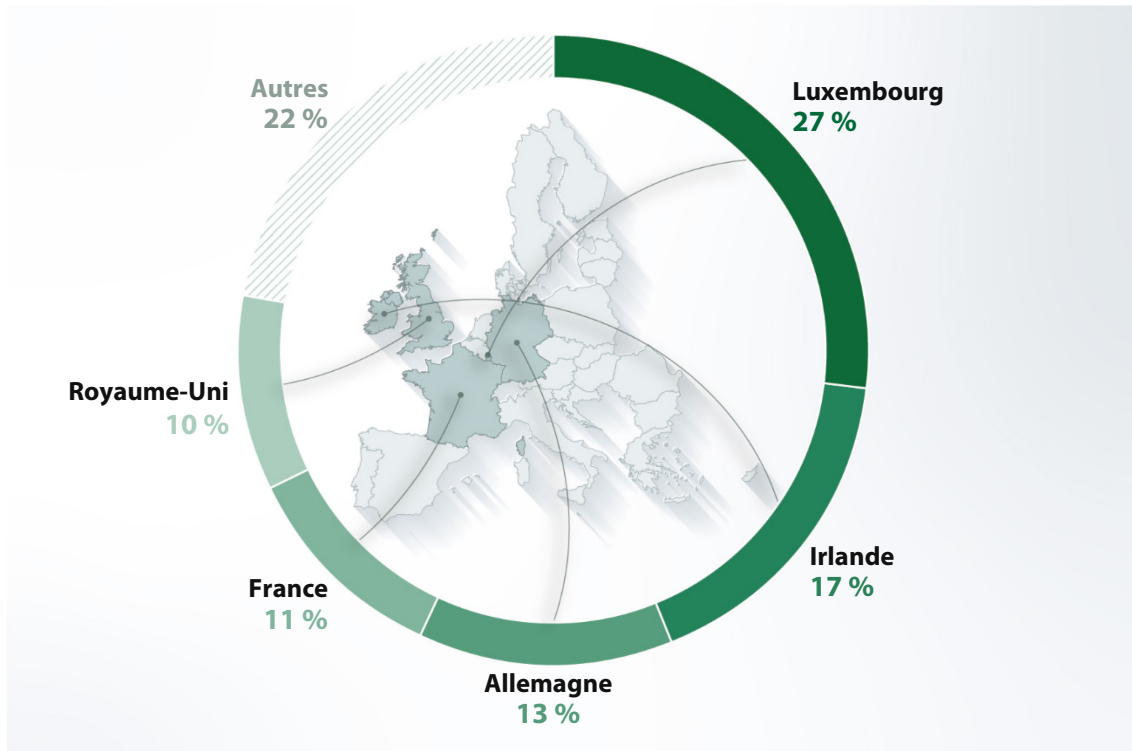


Source: EFAMA, Fact Book 2020, p. 8.

04 Bien que leur taille ait augmenté, les fonds domiciliés dans l'UE restent bien plus modestes que leurs équivalents américains. En outre, la plupart des géants mondiaux de la gestion d'actifs sont toujours installés aux États-Unis. Seuls deux acteurs du top 20 de ce secteur ont leur quartier général dans l'UE.

05 La grande majorité des fonds d'investissement européens se concentre dans une poignée de pays. En 2020, près de 80 % du total des actifs nets gérés l'étaient par des fonds situés au Luxembourg (4,70 billions d'euros), en Irlande (3,08 billions d'euros), en Allemagne (2,39 billions d'euros), en France (1,97 billion d'euros) et au Royaume-Uni (1,75 billion d'euros) (voir [figure 2](#)). En ce qui concerne les OPCVM, plus de la moitié du total des actifs net est domiciliée au Luxembourg ou en Irlande. De plus, 70 % de l'ensemble des actifs sous gestion dans l'UE étaient détenus par des fonds dont l'agrément ou l'enregistrement ne permet la distribution que dans un seul État membre, tandis que 37 % des OPCVM et 3 % des FIA étaient enregistrés pour distribution dans plus de trois États membres.

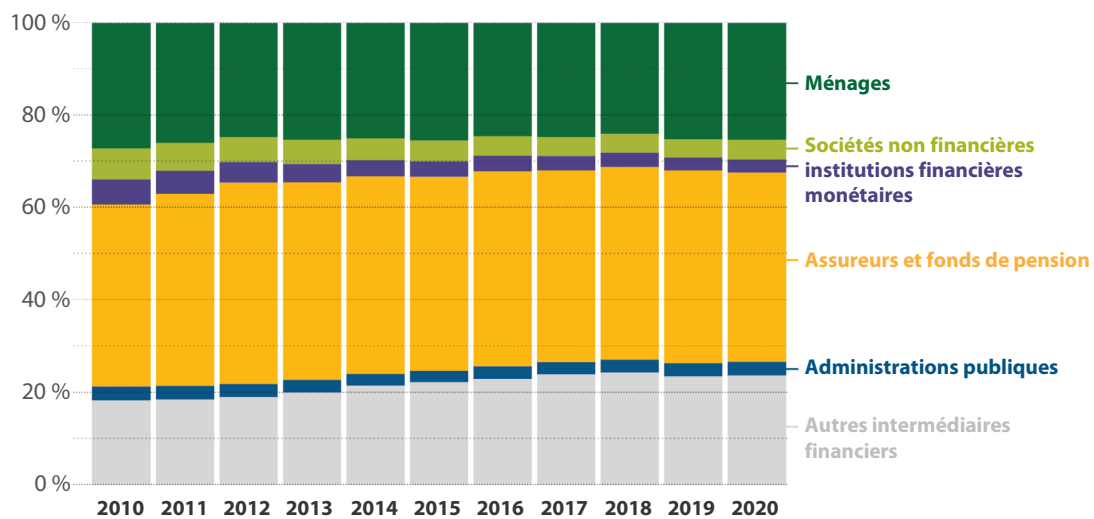
Figure 2 – Répartition des actifs nets par domicile dans l'UE (2019)



Source: Cour des comptes européenne, sur la base des données de l'EFAMA.

06 Les investisseurs institutionnels possèdent grosso modo deux tiers de la valeur liquidative des fonds d'investissement. Les ménages de l'UE en détiennent directement un quart environ (voir [figure 3](#)), mais ils ont également une importante exposition indirecte aux fonds d'investissement par les contrats d'assurance-vie et de pension qu'ils souscrivent.

Figure 3 – Fonds d'investissement: part détenue par secteur



Source: EFAMA, Fact Book 2021.

07 Malgré des taux d'intérêt proches de zéro, les ménages européens détiennent toujours une partie importante (37 % à la fin de 2020) de leurs actifs financiers sous forme de dépôts. C'est deux fois plus qu'aux États-Unis (16 %). La part des fonds d'investissement est passée de 8,3 % en 2011 à 12,1 % en 2017.

Cadre réglementaire

08 Les principaux textes législatifs sont la directive sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (directive OPCVM)² et la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (directive GFIA). Ces deux directives diffèrent pour ce qui est de la portée, mais aussi sur le fond. La directive OPCVM concerne des produits, tandis que la directive GFIA énonce des exigences à l'égard des gestionnaires. Toutes deux sont des directives d'harmonisation minimale qui permettent aux législateurs nationaux d'établir des règles plus strictes ou plus nombreuses que les normes minimales indiquées dans le droit de l'Union. La directive concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID II) définit des règles de conduite et des exigences organisationnelles pour les entreprises d'investissement, c'est-à-dire les établissements qui vendent des fonds à des clients de détail.

09 La directive OPCVM d'origine a été revue plusieurs fois et la Commission a proposé une autre modification le 25 novembre 2021 dans le cadre de la révision de la directive GFIA. En 2019, des modifications ont été apportées aux cadres OPCVM et GFIA dans le but de lever les obstacles réglementaires à la distribution transfrontalière des fonds d'investissement (le «paquet transfrontalier»). Par ailleurs, le droit de l'Union couvre des types bien précis de fonds, comme les fonds monétaires (règlement sur les fonds monétaires).

10 L'un des principaux objectifs des directives OPCVM et GFIA consiste à faciliter les activités transfrontalières menées par les gestionnaires de fonds et les fonds d'investissement. Elles ont introduit des passeports de gestion et de commercialisation pour les fonds et leurs gestionnaires domiciliés dans l'UE.

² Directive 2009/65/CE du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (refonte).

- o Le **passport de gestion** permet à une société de gestion d'OPCVM ou à un gestionnaire de FIA agréé(e) dans un État membre d'exercer ses activités dans d'autres États membres de l'UE, soit au titre de la libre prestation de services, soit par la création d'une succursale. Étant donné que cette activité transfrontalière fait l'objet d'une procédure de notification entre les autorités nationales compétentes (ANC) des États membres concernés, le gestionnaire de fonds n'est pas soumis à une nouvelle procédure d'autorisation.
- o Le **passport de commercialisation** permet de commercialiser les OPCVM et les FIA agréés par l'ANC d'un État membre de l'UE dans d'autres États membres de l'UE sur une base transfrontalière sans nécessiter d'autorisation de la part des ANC de ces derniers. Si le passeport de commercialisation relatif aux OPCVM autorise son détenteur à les vendre aux investisseurs institutionnels et de détail, celui des FIA en limite la commercialisation aux seuls investisseurs professionnels. Comme pour le passeport de gestion, la procédure d'autorisation est remplacée par une procédure de notification entre les ANC des différents États membres de l'UE.

Responsabilités de l'UE et des États membres

11 Le système européen de surveillance des fonds est composé de plusieurs parties prenantes européennes et nationales. Si les organes de l'UE se voient confier les travaux législatifs et de coordination sous-jacents, chaque État membre est responsable de la transposition du droit de l'Union et de la surveillance des fonds d'investissement sur son territoire.

- o La Commission européenne – en particulier sa direction générale de la stabilité financière, des services financiers et de l'union des marchés des capitaux (DG FISMA) – est chargée de prendre des initiatives en matière de politiques concernant le secteur financier et notamment de proposer des directives et des règlements.
- o L'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) est une agence de l'UE indépendante chargée de protéger les investisseurs et d'œuvrer en faveur de marchés financiers stables et ordonnés. Elle veille à la convergence en matière de surveillance et cerne les risques pour la stabilité financière et les investisseurs. Elle est comparable aux autres autorités européennes de surveillance (AES), qui possèdent une structure organisationnelle similaire et font face aux mêmes défis.

- o Le comité européen du risque systémique (CERS) est chargé de la surveillance macroprudentielle du système financier de l'UE. Il collabore étroitement avec l'AEMF et les autres autorités de surveillance.
- o La surveillance des fonds et de leurs gestionnaires relève de la responsabilité des autorités nationales compétentes et s'exerce sur la base de la législation nationale, laquelle doit respecter les normes minimales fixées dans le droit de l'UE, ou directement du droit de l'Union. Les ANC sont des membres votants du conseil des autorités de surveillance de l'AEMF et prennent part aux travaux du CERS.

Étendue et approche de l'audit

12 Nous avons réalisé l'audit objet du présent rapport afin de répondre à l'intérêt élevé du public pour les fonds d'investissement, qui jouent un rôle particulièrement important pour l'UE dans le développement de son union des marchés des capitaux. Ces fonds présentent des risques pour les investisseurs et pour la stabilité financière. Notre audit couvre la période allant de 2016 à juillet 2021.

13 Nous avons examiné si l'UE avait créé un véritable marché unique pour les fonds d'investissement, qui soit gage de protection pour les investisseurs et de stabilité financière. Nous avons également voulu répondre aux sous-questions ci-après.

- Les actions de l'UE ont-elles permis de mettre en place un cadre réglementaire approprié susceptible de mener à la création d'un véritable marché unique pour les fonds d'investissement?
- Les actions de l'UE ont-elles favorisé la convergence en matière de surveillance?
- Les actions de l'UE protègent-elles efficacement les investisseurs?
- Les actions de l'UE permettent-elles d'évaluer et d'atténuer efficacement les risques pour la stabilité financière?
- Les autorités de l'UE disposent-elles de données fiables permettant de cerner les risques pour la stabilité financière et les investisseurs?

14 Nos critères d'audit sont tirés des normes internationales fixées par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) et du droit de l'UE (en particulier les directives OPCVM et GFIA, le règlement sur les fonds monétaires et le règlement AEMF). Dans certains cas, nous comparons le marché des capitaux de l'UE avec celui des États-Unis, qui est le plus développé.

15 L'audit était centré sur les actions entreprises par les trois entités auditées: la Commission, l'AEMF et le CERS. Nous avons mené des entretiens avec le personnel de ces trois acteurs et examiné les documents pertinents. Afin d'obtenir une vision plus complète, nous nous sommes également entretenus avec des représentants de cinq ANC, de plusieurs associations nationales du secteur de la gestion d'actifs et de trois organisations de consommateurs. Nous avons eu en outre des réunions avec l'ABE et l'AEAPP. Enfin, nous avons enrichi ces informations avec les résultats d'une enquête adressée par voie électronique aux ANC, aux ministères des finances ainsi qu'aux associations de fonds d'investissement des 27 États membres afin de connaître les points de vue de ces parties prenantes de premier plan. Nous n'avons pas contrôlé directement les ANC, mais avons analysé leur rôle en tant que membres de l'AEMF.

Observations

Les objectifs des législateurs de l'UE n'ont été atteints que dans une mesure limitée

Les législateurs européens ont fixé des objectifs ambitieux pour un marché unique des fonds d'investissement

16 La Commission européenne et les colégislateurs de l'UE ont fixé des objectifs ambitieux pour le développement d'un marché unique des fonds d'investissement. En 1985, la première directive OPCVM a été adoptée pour créer les conditions offrant aux fonds et aux gestionnaires de fonds domiciliés dans un État membre la possibilité d'une commercialisation dans l'ensemble de l'UE sans faire l'objet d'une surveillance dans les autres États membres. Les colégislateurs cherchaient à:

- faciliter la commercialisation des fonds dans les autres États membres;
- garantir une protection plus efficace et plus uniforme aux investisseurs;
- rapprocher les conditions de concurrence.

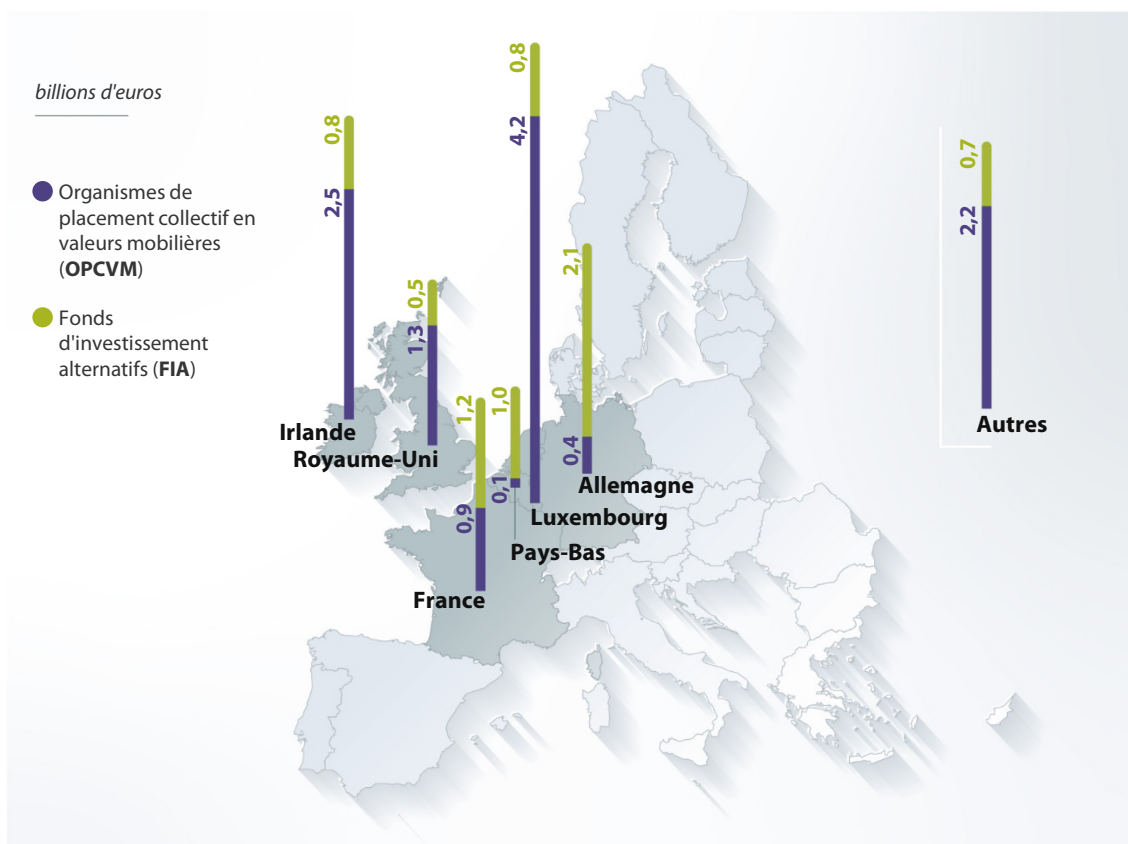
17 Une meilleure intégration du marché des fonds d'investissement allait, selon toute vraisemblance, offrir davantage de choix aux investisseurs de l'UE et de nouvelles possibilités commerciales au secteur des fonds. La pertinence de ces principes généraux ainsi que l'importance de garantir des conditions de concurrence équitables ont été réaffirmées lors de l'adoption de la directive GFIA en 2013³.

Le régime de passeport n'a pas permis de créer un véritable marché unique

18 Le régime de passeport a favorisé une concentration des domiciles de fonds. Les actions de l'UE ont introduit des passeports de commercialisation et de gestion des fonds (voir point 10). Le marché européen des fonds reste pourtant fragmenté et la majorité des fonds sont domiciliés dans quelques États membres (voir [figure 4](#)).

³ Directive 2011/61/UE du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, considérants.

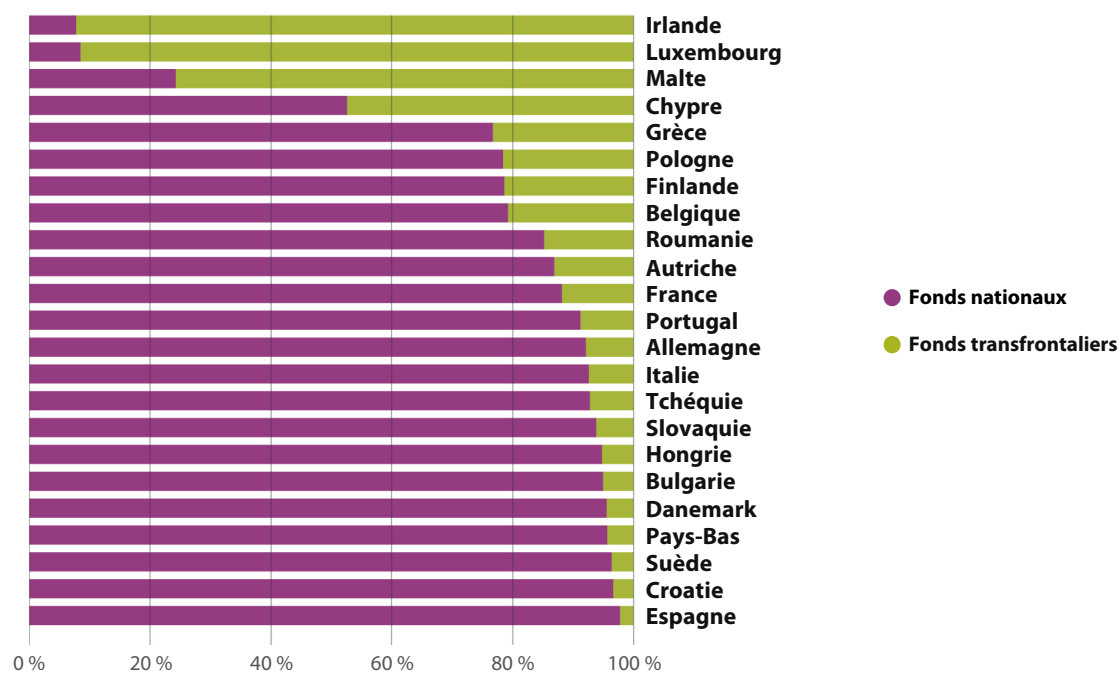
Figure 4 – Valeur liquidative des OPCVM et des FIA par pays de domicile (en milliards d'euros)



Source: Cour des comptes européenne, sur la base des chiffres de l'EFAMA.

19 Dans la plupart des États membres, les fonds sont généralement distribués sur le marché national. Inversement, les fonds domiciliés dans quelques pays sont essentiellement vendus à l'étranger (voir [figure 5](#)). Selon l'Association européenne de la gestion d'actifs et de fonds (*European Fund and Asset Management Association – EFAMA*), les fonds locaux représentent 67 % des fonds détenus en Europe, contre 73 % il y a dix ans.

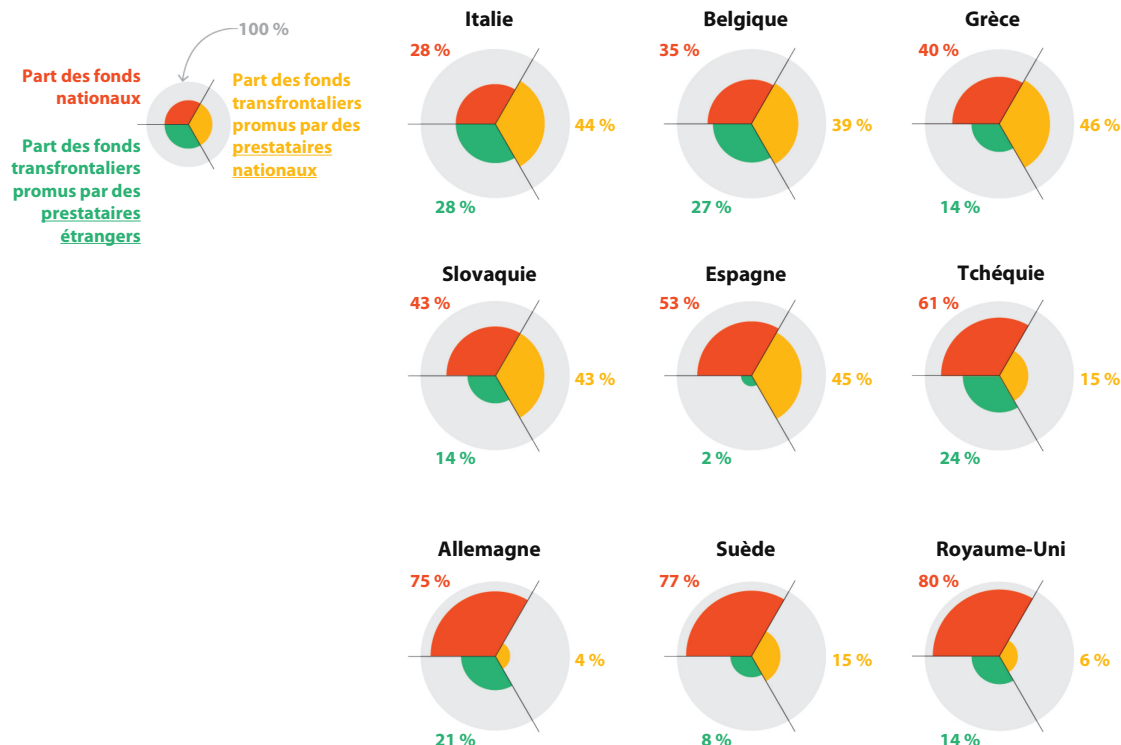
Figure 5 – Fonds nationaux et fonds transfrontaliers



Source: EFAMA, *Fact Book 2021*, graphique 3.16, p. 50.

20 Dans plusieurs États membres, la plupart des fonds transfrontaliers sont vendus par des gestionnaires d'actifs nationaux et non par des confrères étrangers. La [figure 6](#) présente une ventilation de la détention des fonds d'investissement, y compris des fonds transfrontaliers promus par des prestataires nationaux.

Figure 6 – Détention des fonds et «véritables» fonds transfrontaliers



Source: EFAMA, *Fact Book 2021*, p. 45.

21 La Commission qualifie ces fonds de *round-trip funds*, c'est-à-dire des fonds fonctionnant sur le mode «aller-retour», une catégorie qu'elle ne considère pas comme de «véritables» fonds transfrontaliers. Selon l'AEMF, les fonds sont souvent notifiés à des fins de commercialisation transfrontalière, mais celle-ci n'a pas nécessairement lieu. En d'autres termes, elle est en réalité plus limitée que ne le suggèrent les chiffres. En 2018, dans son analyse d'impact accompagnant les propositions du paquet transfrontalier, la Commission est arrivée à la conclusion que les *round-trip funds* ne permettaient ni d'approfondir réellement le marché unique ni d'élargir l'offre pour les investisseurs, et estimait que les cas où le fonds est commercialisé dans au moins un État membre différent du marché national de son gestionnaire et de son domicile constituaient une meilleure indication de l'activité transfrontalière⁴.

⁴ Document SWD(2018) 054 final du 12.3.2018, p. 12.

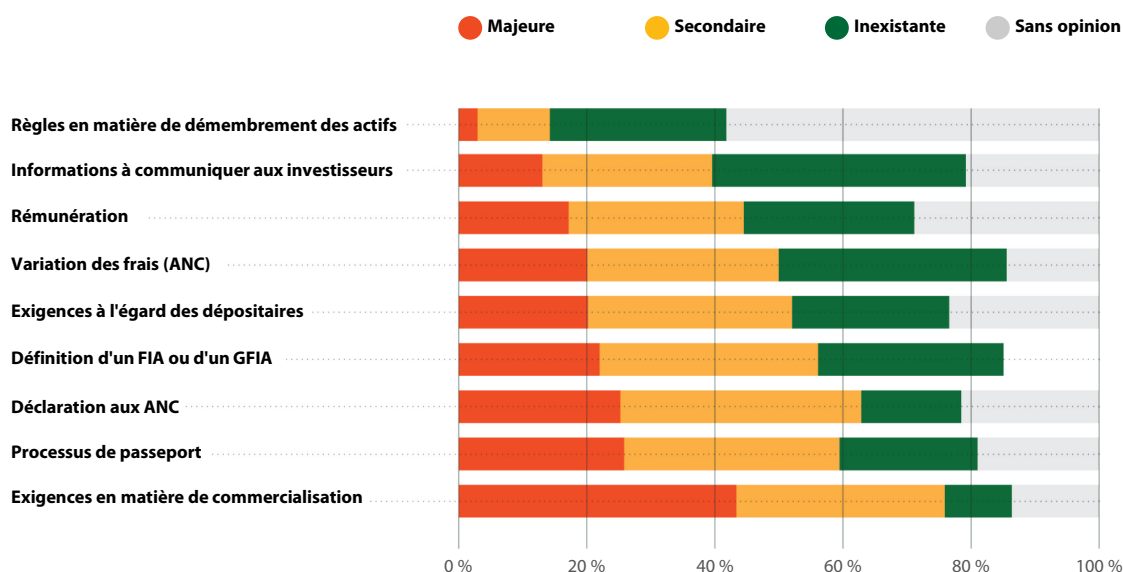
22 Les colégislateurs ont déduit de l'analyse d'impact de la Commission accompagnant le paquet transfrontalier⁵ que la fragmentation des marchés de fonds de l'UE s'expliquait par la divergence des approches réglementaires et de surveillance. Ils ont également observé que les obstacles à une commercialisation transfrontalière pouvaient empêcher les fonds d'être commercialisés dans d'autres États membres⁶. Par conséquent, le paquet législatif a essentiellement visé à traiter le problème des conditions et des pratiques réglementaires nationales divergentes concernant l'utilisation des passeports de l'UE, notamment pour ce qui est des exigences en matière de commercialisation, des frais réglementaires et des obligations administratives et de notification.

23 S'il est vrai que des divergences d'approche persistent, nous avons constaté que la Commission n'a pas démontré que les obstacles à l'entrée sur le marché qui en résultent constituent la principale raison de la fragmentation de ce dernier et du nombre peu élevé de véritables fonds transfrontaliers. Nous relevons que, dans un rapport de 2018 portant sur le fonctionnement de la directive GFIA, près de la moitié des participants ayant pris part à l'enquête ont déclaré que cette directive n'était pas appliquée de manière uniforme dans l'ensemble de l'UE. Nous en déduisons que le problème n'est pas la législation, mais bien son application dans les États membres. Ce manque de cohérence ne faisait toutefois pas partie des principales préoccupations des répondants (voir [figure 7](#)).

⁵ Document [SWD\(2018\) 054 final](#) du 12.3.2018, p. 7 et 14.

⁶ [Règlement \(UE\) 2019/1156](#) du 20 juin 2019 visant à faciliter la distribution transfrontalière des organismes de placement collectif, considérant 1.

Figure 7 – Préoccupations suscitées par l'application incohérente de la directive GFIA



Source: Report on the Operation of the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD)⁷.

24 Les directives, qui sont l'instrument législatif utilisé par les colégislateurs, établissent des normes minimales. Les directives de l'UE concernées précisent de manière explicite que, en règle générale, l'État membre d'origine peut fixer des règles plus strictes que celles qu'elles énoncent⁸. Le rapport de Larosière a mis en évidence que les directives ne permettent pas d'atteindre le niveau d'harmonisation nécessaire et a recommandé d'éviter à l'avenir toute législation permettant une transposition et une application incohérentes⁹. La moitié des ANC qui ont répondu à notre enquête ont déclaré que la législation en vigueur dans leur État membre imposait en effet des règles plus strictes. Nous observons que des règles uniformes sous la forme de règlements pourraient être plus appropriées pour créer des conditions de concurrence équitables dans l'UE.

⁷ FISMA/2016/105(02)/C, 10 décembre 2018.

⁸ Directive OPCVM, considérant 15; directive GFIA, considérant 17.

⁹ *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, 25 février 2009, considérants 100 à 109 et recommandation n° 10.

25 Par ailleurs, nous constatons que les directives ont déclenché un nivellement par le bas. La pratique de la «surréglementation» (c'est-à-dire la fixation de normes plus élevées) et nos discussions avec les parties prenantes donnent à penser que les pays qui se contentent de transposer les exigences minimales contenues dans les directives disposent d'un avantage concurrentiel en tant que pays de domicile par rapport à ceux qui appliquent des normes plus sévères. Conjugée à un régime fiscal favorable et à la possibilité de transférer les bénéfices, cette situation incite fortement le secteur des fonds d'investissement à rechercher les conditions les plus favorables, ce qui entraîne des distorsions de concurrence.

L'impact des initiatives législatives est limité

26 Nous avons constaté que, dans sa propre analyse, la Commission reconnaissait que ses propositions législatives avaient peu d'impact. La Commission a identifié des facteurs importants, tels que la fiscalité, la demande locale et le réseau de distribution, qui influent sur l'endroit où les gestionnaires de fonds d'investissement choisissent de distribuer leurs produits mais qui ne peuvent être couverts par le droit de l'UE.

27 Nous constatons en outre que l'un des principaux problèmes recensés par la Commission elle-même n'est pas le cadre juridique en soi, mais le fait que les pays d'accueil érigent des barrières à l'entrée sur le marché. La Commission dispose d'outils pour traiter les cas dans lesquels les États membres créent des obstacles à l'entrée sur le marché ou les ANC sont susceptibles d'avoir enfreint le droit de l'Union, en l'occurrence son pouvoir, en tant que gardienne des traités, d'engager des procédures d'infraction ou de demander à l'AEMF de lancer des procédures pour violation du droit de l'Union. Malgré cela, elle a conclu qu'il serait plus efficace de s'attaquer aux obstacles restants en agissant au niveau (de la législation) de l'UE¹⁰.

28 Les analyses d'impact, comme celle relative au paquet transfrontalier, comportent souvent une évaluation ex post des dispositions concernées par l'initiative. Cependant, la révision de la directive OPCVM initialement prévue pour septembre 2017 a été reportée.

¹⁰ Document SWD(2018) 054 final du 12.3.2018, p. 14.

29 La Commission n'a jamais procédé à un bilan de qualité complet du cadre juridique général régissant les fonds d'investissement. Aucun contrôle de ce type n'est prévu dans un avenir proche. Le seul bilan de qualité couvrant partiellement les fonds d'investissement n'est autre que celui que la Commission a réalisé à propos des exigences prudentielles de l'UE en 2017-2019¹¹.

30 La Commission établit des plans stratégiques pluriannuels et des plans de gestion annuels, et rend compte de la réalisation de ses objectifs. Nous avons décelé des faiblesses dans la mesure de la performance effectuée par la Commission. À titre d'exemple, le principal indicateur de résultat pour les OPCVM dans le plan stratégique 2016-2020 était la part des OPCVM transfrontaliers par rapport au nombre total de fonds vendus dans l'UE. Nous constatons que la Commission a ensuite fait passer de cinq à trois le nombre d'États membres dans lesquels un fonds doit être vendu pour être considéré comme un fonds transfrontalier.

31 Le plan stratégique 2020-2024 comprend essentiellement des objectifs horizontaux spécifiques et des indicateurs de résultat les concernant. Nous avons relevé que la plupart des valeurs intermédiaires et des valeurs cibles fixées pour les indicateurs de résultat dans ce plan stratégique ne sont pas spécifiques. Les indicateurs doivent être pertinents, acceptés, crédibles, faciles à suivre et solides et s'appuyer sur le cadre de contrôle interne de la Commission. Des termes tels que «hausse», «tendance positive» et «baisse» sont certes utilisés, mais ils ne précisent pas de quelle ampleur devrait être une hausse ou une baisse pour être considérée comme satisfaisante. En outre, les valeurs cibles de certains indicateurs de résultat ne sont pas assez ambitieuses. Par exemple, la diminution des coûts pour les investisseurs de détail était déjà acquise au moment où la valeur cible a été fixée.

La transposition n'a pas toujours été effectuée en temps utile

32 La Commission vérifie si la transposition des directives par les États membres a eu lieu en temps utile et si elle est complète et conforme. Une transposition tardive et/ou incorrecte peut empêcher la création de conditions de concurrence équitables et entraver le bon fonctionnement du marché unique. Or la Commission est censée lancer des procédures d'infraction pour inciter les États membres à agir lorsqu'ils tardent à adopter les mesures requises.

¹¹ Commission européenne, *Fitness check of EU supervisory requirements*, SWD (2019) 402 et 403.

33 En ce qui concerne les directives OPCVM et GFIA, seuls 12 États membres ont notifié une transposition dans les délais. En outre, il a fallu huit années de plus à la Commission pour considérer la transposition de la directive GFIA comme complète.

L'AEMF a intensifié ses efforts pour favoriser la convergence et l'efficacité en matière de surveillance, mais les progrès sont limités

34 Comme cela a été précisé plus haut (voir point **08**), les ANC surveillent les fonds d'investissement et leurs gestionnaires, ainsi que les entreprises d'investissement et les autres intermédiaires financiers, sur la base de législations nationales harmonisées mais non sur celle de normes uniformes. Par conséquent, les exigences légales et les pratiques réglementaires peuvent encore différer d'un État membre à l'autre.

35 Dans ce contexte, les législateurs de l'UE ont chargé l'AEMF de:

- o contribuer à assurer l'application cohérente, efficiente et efficace de la législation de l'UE en vigueur;
- o favoriser la convergence des pratiques de surveillance afin de renforcer encore la cohérence des résultats de la surveillance entre les ANC dans le but d'instaurer une culture commune en matière de surveillance¹².

36 La convergence en matière de surveillance n'implique pas une approche unique, mais plutôt une mise en place et une application cohérentes et efficaces des mêmes règles, ainsi que des approches suffisamment semblables pour des risques similaires. L'objectif général est de tendre vers des résultats comparables en matière de réglementation et de surveillance. Cela ne signifie toutefois pas qu'il suffise d'atteindre des résultats comparables, peu importe l'approche suivie.

37 Le rapport de Larosière a mis en évidence l'importance de la convergence pour les marchés financiers de l'UE¹³. En 2014, le FMI, la Commission européenne et le Parlement européen ont publié des rapports sur le fonctionnement du système européen de surveillance financière. Dans ces rapports, ils prenaient acte de la contribution de l'AEMF à l'établissement d'un corpus réglementaire unique, mais

¹² Article 1^{er} du [règlement AEMF](#).

¹³ *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, 25 février 2009.

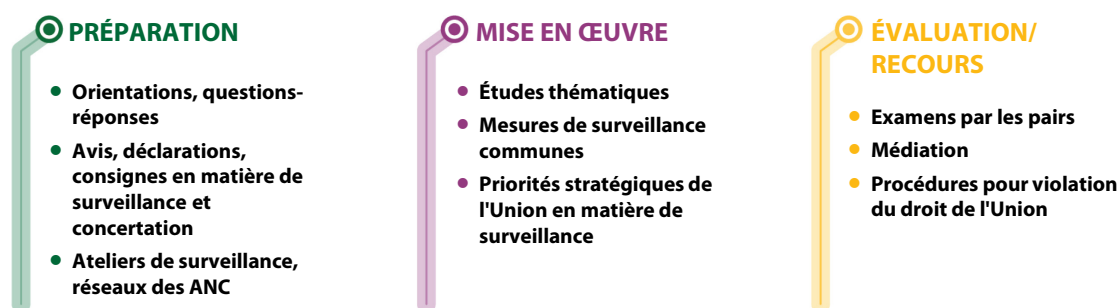
suggéraient également de mettre davantage l'accent sur la convergence en matière de surveillance¹⁴.

38 La Commission a également souligné qu'une surveillance plus efficace et plus cohérente était essentielle pour éliminer les possibilités d'arbitrage réglementaire et que l'AEMF jouait un rôle clé dans la promotion de l'intégration des marchés des capitaux¹⁵. Cette déclaration a été répétée dans le cadre des révisions des règlements des AES en 2019. Les législateurs de l'UE ont insisté sur le fait qu'il était donc particulièrement urgent de progresser encore dans la convergence en matière de surveillance afin de parachever l'union des marchés des capitaux¹⁶.

L'AEMF dispose des outils pour favoriser la convergence en matière de surveillance

39 Pour favoriser la convergence, l'AEMF a à sa disposition de nombreux outils qui peuvent être répartis en trois catégories: outils de préparation, outils de mise en œuvre et outils d'évaluation/de recours. La *figure 8* en donne une vue d'ensemble. L'AEMF s'est dotée d'autres outils, comme la concertation et les mesures de surveillance communes.

Figure 8 – Vue d'ensemble des outils de l'AEMF pour favoriser la convergence en matière de surveillance



Source: Cour des comptes européenne, sur la base du règlement AEMF.

¹⁴ *ESMA Strategic Orientation 2016-2020*, ESMA/2015/935, p. 3.

¹⁵ Document *COM(2017) 292 final* du 8.6.2017, chapitre. 4,1.

¹⁶ Considérant 7 du *règlement (UE) 2019/2175* du 18 décembre 2019.

L'AEMF a renforcé ses travaux de convergence

40 L'AEMF a redoublé d'efforts en faveur de la convergence en matière de surveillance. Dans son orientation stratégique 2016-2020, elle s'était engagée à affecter plus de ressources à la promotion de la convergence en matière de surveillance, et elle avait clarifié ses objectifs tout en ciblant un certain nombre de domaines spécifiques pour ses travaux de convergence. Depuis, elle a fait passer le nombre d'agents affectés à ces travaux de cinq (5,7 ETP) à huit (8,7 ETP) en 2020.

41 Cette même année, l'AEMF a établi un cadre permettant une approche davantage fondée sur les risques pour ses activités de convergence. Une carte thermique permet de cerner les risques importants, mais donne peu d'informations sur les divergences dans l'application des règles et dans les pratiques adoptées. Il n'empêche que cette carte constitue un progrès. Elle s'est révélée efficace pour cerner les domaines dans lesquels une surveillance fondée sur les risques doit être effectuée dans l'ensemble de l'UE, mais elle l'a moins été pour ce qui est de déterminer les thèmes devant faire l'objet de travaux de convergence complémentaires. Nous avons également constaté que l'AEMF avait réussi à mettre en œuvre une approche plus systématique et davantage fondée sur des éléments probants pour ses travaux de convergence.

Les impacts ne sont guère démontrés et il n'existe aucun mécanisme pour mesurer l'efficacité

L'efficacité des orientations n'est pas démontrée

42 Par le passé, les outils de préparation, tels que les orientations, étaient les plus importants atouts de l'AEMF en matière de convergence. Les orientations sont soumises au mécanisme consistant à «appliquer ou s'expliquer»: en d'autres termes, les ANC doivent notifier à l'AEMF leur intention de les mettre en œuvre ou non. L'AEMF publie des tableaux de conformité pour chaque orientation, tableaux qui sont mis à jour régulièrement¹⁷.

¹⁷ *ESMA Notifications of Compliance with Guidelines – Overview Table.*

43 Nous avons constaté que le respect des orientations par les ANC n'était pas garanti. Les orientations internes de l'AEMF¹⁸ prévoient la vérification et l'évaluation de l'application des orientations destinées aux ANC. Si l'AEMF interroge une fois par an les ANC à propos de leur respect des orientations, elle ne l'a vérifié qu'une seule fois dans les faits, au travers d'un examen par les pairs. Ce dernier a révélé que les orientations avaient été inefficaces pour ce qui est de promouvoir la convergence en matière de surveillance et que, globalement, leur respect par les ANC ne correspondait que dans une mesure limitée à ce qu'elles avaient déclaré (voir [encadré 1](#)).

Encadré 1

Conclusions de l'examen par les pairs des orientations sur les fonds cotés et autres OPCVM

L'examen par les pairs a couvert les six grands domiciles de fonds de l'UE et révélé qu'aucun d'entre eux n'avait intégralement mis en œuvre les orientations. Deux ANC ne les respectaient que partiellement ou insuffisamment. Dans les pays concernés, l'AEMF a même qualifié certaines pratiques de surveillance de contraires aux orientations et d'incompatibles avec des conditions de concurrence équitables pour les OPCVM sur le marché unique. Dans l'ensemble, elle a constaté une importante divergence dans l'application des orientations et observé que l'objectif de convergence en matière de surveillance n'avait pas été atteint dans plusieurs domaines.

Les mesures de surveillance communes ont favorisé des échanges réguliers entre les autorités de surveillance et permis à l'AEMF de coordonner les activités de surveillance des ANC

44 Les mesures de surveillance communes constituent un outil de convergence élaboré par l'AEMF, tout comme les réseaux de coordination de la surveillance et les échanges avec les ANC à la suite de plaintes. L'AEMF attache beaucoup d'importance à ces outils en raison de leur caractère prospectif, mais aussi parce qu'ils contribuent au repérage des problèmes de convergence. Elle a déjà lancé plusieurs mesures de surveillance communes en lien avec les OPCVM et la MiFID II.

¹⁸ *Internal Guidance – Guidelines compliance notification process, ESMA42-110-888, paragraphes 35 et 38.*

45 Les mesures de surveillance communes ainsi que les réseaux de coordination sont des outils qui permettent aux autorités de surveillance d'échanger leurs expériences et qui favorisent leur apprentissage mutuel, ce qui amène à la conclusion qu'ils devraient contribuer à l'émergence d'une culture commune en matière de surveillance au fil du temps. Les mesures en question aident aussi l'AEMF à cerner les divergences dans les pratiques de surveillance et les manquements potentiels de la surveillance exercée par les ANC, et à fournir des orientations relatives à l'application pratique du droit de l'Union (par exemple lorsqu'une ANC ne dispose toujours pas d'une méthodologie solide).

46 Les mesures de surveillance communes permettent à l'AEMF de centrer son attention sur des risques spécifiques, mais aussi de promouvoir et de coordonner les activités de surveillance. Il peut en résulter une charge de travail importante, préoccupation qui a été soulevée par plusieurs ANC dans notre enquête.

Les outils d'évaluation et de recours ont été rarement utilisés, malgré leur impact potentiellement plus important

47 Les examens par les pairs constituent un outil qui ne manque pas de potentiel, mais qui est peu utilisé dans le domaine des fonds d'investissement. L'AEMF a l'intention d'y recourir davantage dans un avenir proche, bien qu'elle ait souligné qu'elle disposait de ressources limitées et qu'elle devait maintenir un équilibre entre les différents secteurs relevant de son mandat. L'examen par les pairs se distingue des autres outils de convergence par le fait qu'il demande à l'AEMF d'effectuer et de publier une évaluation formelle non seulement du niveau de convergence atteint dans les pratiques de surveillance et le contrôle de l'application, mais aussi de la capacité de surveillance. Il permet à l'AEMF de publier des orientations et des recommandations ciblant les éventuelles faiblesses constatées. Depuis sa création en 2011, l'AEMF n'a réalisé que deux examens par les pairs pour ce qui est des fonds d'investissement: le premier portait sur les orientations relatives aux fonds monétaires en 2013; le second, sur les orientations concernant les fonds cotés et autres OPCVM en 2018¹⁹.

48 L'AEMF dispose également de deux outils de recours: la médiation et les procédures pour violation du droit de l'Union, qui l'habilitent à régler les différends entre ANC ou à enquêter sur les violations présumées du droit de l'Union et à y remédier. Elle a pu, dans un cas, aider deux ANC à régler le différend qui les opposait, et a lancé de manière informelle quelques enquêtes pour violation du droit de l'Union.

¹⁹ ESMA/2013/476 du 15 avril 2013 et ESMA42-111-4479 du 30 juillet 2018.

La seule procédure formelle pour violation du droit de l'Union entamée par l'AEMF a donné lieu à une modification des pratiques des ANC.

L'AEMF rencontre des difficultés pour utiliser efficacement ses outils

49 L'AEMF rencontre un certain nombre de difficultés lorsqu'il s'agit d'utiliser ces pouvoirs de manière efficiente et efficace. Elle dépend du bon vouloir des ANC, qui sont censées apporter une contribution, une expertise technique et du personnel pour participer à ses travaux de convergence. La même remarque vaut pour l'ABE et l'AEAPP, comme l'ont montré les audits que nous avons consacrés à ces deux autorités²⁰. L'AEMF a pris des mesures pour veiller à ce que les participants des ANC disposent de l'expertise nécessaire. Toutefois, la participation des ANC aux activités de convergence de l'AEMF s'effectue surtout sur une base volontaire – à l'exception des examens par les pairs, de la médiation et des procédures pour violation du droit de l'Union – et cela nuit parfois à l'efficacité des travaux de l'AEMF.

50 Nous avons constaté que la plupart des ANC participent et contribuent aux travaux de l'AEMF, mais que certaines se montrent plus réticentes. Par exemple, dans le cas des mesures de surveillance communes, les ANC de taille plus modeste sont davantage enclines à présenter des cas, tandis que certaines grandes ANC préfèrent adopter une approche plus passive. Plusieurs ANC n'ont pas répondu au personnel de l'AEMF qui leur demandait de participer activement et de présenter des cas. À titre d'exemple, les ANC qui n'avaient jamais fait usage de leurs pouvoirs de sanction n'ont pas contribué à un atelier de l'AEMF sur ce thème en 2020.

51 L'organe décisionnel de l'AEMF se compose de représentants des ANC. Ces dernières sont tenues d'agir dans le seul intérêt de l'UE prise dans son ensemble, mais ce n'est pas toujours le cas. La proposition de la Commission consistant à traiter ce problème de gouvernance d'entreprise dans le cadre du réexamen des AES a été rejetée. Le conflit d'intérêts le plus évident a été résolu: les ANC ne peuvent plus participer au débat ni au vote sur les recommandations de procédure pour violation du droit de l'Union qui les concernent. Les règles de l'AEMF en matière de médiation s'appliquent de la même manière aux conflits d'intérêts. Cependant, tous les travaux de convergence concernent les ANC, puisque ce sont leurs pratiques de surveillance et les résultats qu'elles obtiennent qui sont ciblés. Cela vaut également pour les efforts déployés par l'AEMF afin de favoriser l'efficacité et l'efficacités de la surveillance.

²⁰ Cour des comptes européenne, [rapport spécial n° 29/2018](#) et [rapport spécial n° 10/2019](#).

52 L'AEMF dépend du bon vouloir des ANC. Prenons par exemple les responsabilités des autorités du pays d'origine et du pays d'accueil dans le contexte transfrontalier, point important et récurrent du programme de convergence de l'AEMF (voir [encadré 2](#)). Cette dernière n'a été que partiellement efficace dans ses efforts pour promouvoir le bon fonctionnement des passeports de commercialisation et de gestion de l'UE: elle n'a pas réussi à éliminer les pratiques de surveillance qui créent des obstacles à l'entrée sur le marché.

Encadré 2

Les responsabilités du pays d'origine et du pays d'accueil sont toujours en discussion

L'AEMF (en 2017) et le comité mixte des AES (en 2019) ont clarifié les règles existantes et les rôles respectifs. Des discussions supplémentaires ont eu lieu dans le cadre de divers travaux et d'un atelier en 2020. Nonobstant, le régime de passeport, qui prévoit que les autorités du pays d'origine sont seules responsables de la surveillance des fonds et de leurs gestionnaires, n'est pas pleinement respecté, alors que le rôle des autorités du pays d'accueil se limite à garantir le respect des usages locaux.

53 Nous observons également que tous les problèmes de convergence évoqués par l'AEMF dans son courrier adressé à la Commission à propos de la révision de la directive GFIA²¹ avaient été largement couverts par des travaux de convergence, ce qui démontre que les efforts de l'AEMF n'ont été efficaces que dans une mesure limitée.

54 La délégation constitue un autre exemple. Tant la directive OPCVM que la directive GFIA autorisent les sociétés de gestion à déléguer des fonctions à des tiers. Toutefois, l'AEMF constate que les approches en matière de surveillance et les résultats obtenus continuent de diverger sur le plan des délégations autorisées ainsi que sur celui des fonctions pouvant être déléguées (voir [encadré 3](#)).

²¹ Courrier de l'AEMF relatif à la révision de la directive GFIA, ESMA34-32-550, 18 août 2020.

Encadré 3

Étendue de la délégation

L'AEMF a souligné que, dans certains États membres, la gestion de portefeuille est amplement, voire totalement déléguée à des tiers faisant partie ou non du groupe de la société de gestion de FIA ou d'OPCVM, qui peut se trouver en dehors de l'UE. En pareils cas, la majorité des membres du personnel chargés de la gestion de portefeuille/des risques, de l'administration et d'autres fonctions travaillent selon un régime de délégation pour les fonds concernés et ne sont dès lors, aux yeux de l'AEMF, pas employés directement par la société de gestion de FIA ou d'OPCVM agréée. À cela s'ajoute qu'une partie importante des frais de gestion est versée aux délégués. Pour l'AEMF, ces pratiques (de marché) qui ont cours dans certains États membres soulèvent la question de savoir si ces FIA et ces OPCVM peuvent toujours être gérés efficacement par les sociétés de gestion agréées.

Source: Courrier de l'AEMF relatif à la révision de la directive GFIA, ESMA34-32-550, 18 août 2020.

55 Nous avons également observé que l'AEMF rencontrait une certaine résistance de la part des ANC dans ses efforts pour renforcer la transparence. Les publications obligatoires, telles que le rapport annuel sur les sanctions ou le rapport statistique annuel sur la performance et les coûts des produits d'investissement de détail de l'UE, fournissent de précieuses informations, notamment un éclairage sur les différences entre les États membres pour ce qui est des réalités du marché et du caractère intrusif de la surveillance. Les ANC se montrent toutefois extrêmement frileuses à l'égard de la publication des résultats des mesures de surveillance communes. Les rapports finals relatifs à ces mesures n'ont jamais été publiés.

Les ANC préfèrent les outils de préparation, moins intrusifs mais aussi moins efficaces

56 Par le passé, l'AEMF a surtout recouru à des orientations, des avis et des questions-réponses. Nous avons relevé des éléments qui attestent que ces outils ne sont pas très efficaces pour promouvoir la convergence en matière de surveillance. Depuis peu, l'AEMF met davantage l'accent sur les outils de mise en œuvre, comme les réseaux de coordination et les mesures de surveillance communes.

57 Près de la moitié des ANC estimaient que les outils plus intrusifs, comme la médiation et les procédures pour violation du droit de l'Union, ne sont pas utiles, et exprimaient une nette préférence pour les outils de préparation. L'AEMF n'a quasiment jamais recouru à la médiation et aux procédures pour violation du droit de l'Union, alors que ces prérogatives lui permettraient d'avoir une incidence directe sur les mesures de surveillance et leurs résultats au cas par cas ou de réagir à toute non-application ou application incorrecte du droit de l'UE.

L'AEMF ne dispose d'aucun mécanisme pour mesurer l'efficacité

58 Les programmes de travail annuels de l'AEMF fixent des objectifs, mais décrivent surtout les activités prévues plutôt que de définir des réalisations spécifiques ou des objectifs vérifiables. En ce qui concerne les outils utilisés, ils privilégient les échanges entre acteurs de la surveillance sur les pratiques dans ce domaine par l'examen de cas concrets ou des mesures de surveillance communes récemment introduites. Il s'agit là d'une approche utile pour mieux comprendre les pratiques susceptibles de contribuer au fil du temps au développement d'une culture commune en matière de surveillance.

59 Le fait que les autorités de surveillance des différentes ANC se parlent, échangent des expériences et tirent parti de leur apprentissage mutuel est en soi une avancée importante. Nous avons constaté que l'AEMF remportait un certain succès dans la promotion d'approches communes et dans l'amélioration de la qualité de la surveillance lorsqu'elle lançait, coordonnait et soutenait des activités de surveillance spécifiques pour traiter des risques précis dans l'ensemble de l'UE, par exemple au moyen de mesures de surveillance communes. Cependant, elle ne dispose que de peu d'éléments attestant que ses activités ont considérablement réduit les divergences existantes.

60 Nous reconnaissons qu'il est complexe de mesurer l'impact des travaux de convergence de l'AEMF. Toutefois, la mesure actuelle de la performance axée sur les résultats de l'AEMF (y compris les nouveaux indicateurs de performance clés axés sur les résultats introduits en 2019) ne permet pas de déterminer l'ampleur de sa contribution à la réduction des divergences existant dans les pratiques de surveillance et les résultats obtenus. Il n'est pas possible pour l'AEMF d'évaluer le niveau de divergence, sauf dans certains domaines où elle a procédé à des examens par les pairs ou à des concertations et pris des mesures de surveillance communes. Par ailleurs, l'AEMF n'a qu'une vision partielle de la manière dont les ANC appliquent le droit de l'Union dans la pratique. Cette vision s'appuie largement sur ce que partagent les ANC. L'AEMF ne dispose pas d'informations de première main sur les activités de

surveillance des ANC ni n'a accès à des éléments probants concrets (par exemple des dossiers de surveillance).

Les travaux de l'AEMF ont révélé des faiblesses dans la surveillance et de possibles distorsions de concurrence

61 Un contrôle strict et rigoureux de l'application de la législation sur les valeurs mobilières est une condition sine qua non pour renforcer la confiance des investisseurs, selon les principes fondamentaux de l'OICV²², qui sont les normes mondiales en matière de réglementation des valeurs mobilières. Les directives OPCVM et GFIA prévoient un ensemble complet de pouvoirs réglementaires pour traiter les infractions aux obligations réglementaires commises par les fonds et leurs gestionnaires. Cela va des sanctions administratives aux injonctions de cessation, voire au retrait des agréments, et permet un contrôle efficace de l'application de la législation.

62 Les travaux de l'AEMF montrent que la qualité de la surveillance diffère d'un État membre à l'autre. L'Autorité s'est montrée efficace pour ce qui est d'inciter les ANC à mettre davantage l'accent sur le suivi et a œuvré en faveur d'approches communes en matière de collecte d'informations (notamment la détection des cas de non-respect des obligations réglementaires par le secteur). Ses travaux relatifs à l'indexation cachée et aux coûts et frais ainsi que la mesure de surveillance commune concernant la gestion du risque de liquidité sont de bons exemples à cet égard.

63 En revanche, nous avons constaté que l'AEMF a eu une incidence nettement moindre sur les pratiques de surveillance et les résultats obtenus pour ce qui est du suivi assuré par les ANC lorsque ses activités ont mis au jour des cas de non-respect des obligations réglementaires. Les enseignements que l'AEMF a pu tirer de ses travaux de convergence montrent que l'insuffisance des activités de contrôle de l'application concerne globalement toutes les ANC de l'UE, même si c'est à des degrés divers.

²² *Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, mai 2017 – Section C – Principles relating to enforcement, 1. Preamble, p. 63.

64 Nous avons relevé que les ANC sont généralement réticentes à l'idée d'user de pouvoirs de surveillance formels, en dépit des efforts de l'AEMF pour en promouvoir l'utilisation. Notre analyse des documents internes de l'AEMF révèle que les gestionnaires de fonds qui enfreignent les obligations réglementaires s'exposent simplement à une requête de l'ANC les enjoignant de s'y conformer assortie d'une demande de remboursement des frais indûment perçus ou, au pire, à une légère amende.

65 Par exemple, les rapports annuels de l'AEMF sur le recours à des sanctions dans le cas des OPCVM indiquent que les pouvoirs en la matière ne sont pas appliqués de manière égale par les différentes ANC et que, à quelques exceptions près, celles-ci infligent au niveau national des sanctions dont le nombre et le montant sont relativement faibles²³. En 2020, 13 ANC n'ont imposé aucune sanction. Les activités de l'AEMF évoquées plus haut révèlent des faiblesses similaires au niveau du contrôle de l'application.

66 Notre examen des rapports internes de l'AEMF indique que les ANC n'ont pas toujours bien contrôlé l'application des règles et n'ont donc pas rempli leurs obligations. Nous avons constaté que, malgré ses efforts, l'AEMF n'a pas réussi à promouvoir un contrôle efficace de l'application du droit de l'Union. Dans certains cas, les ANC ont expliqué que les obligations légales nationales en vigueur ne sont pas suffisamment claires, indiquant des problèmes de transposition ou d'application des directives dans leurs États membres respectifs. Selon nous, certains manquements auraient pu être considérés comme des violations du droit de l'Union, et l'AEMF aurait dès lors pu lancer les procédures requises.

67 L'un des objectifs de la promotion de la convergence en matière de surveillance est de prévenir les distorsions de concurrence et les arbitrages réglementaires résultant de pratiques différentes dans ce domaine et de veiller à ce que l'activité financière ne soit pas transférée vers des pays où la surveillance est faible. L'AEMF a recensé des pratiques divergentes dans des secteurs comme la délégation, susceptibles d'entraîner de telles distorsions.

²³ Communiqué de presse de l'AEMF.

68 Ce problème a été une préoccupation de l'AEMF lors de ses travaux en lien avec le Brexit. À cet égard, nous avons constaté qu'elle avait été en mesure de mettre en place des normes de surveillance communes régissant l'autorisation (y compris la question de la délégation) des fonds et de leurs gestionnaires qui n'avaient plus accès au marché unique. L'AEMF avait établi un réseau de coordination de la surveillance qui a examiné 250 dossiers dans différents domaines sectoriels, dont la gestion d'investissements. Nous avons constaté qu'en s'engageant de manière résolue avant la prise de décisions en matière de surveillance, l'AEMF avait contribué à éviter que des distorsions de concurrence se produisent.

La Commission et l'AEMF ont entrepris des actions pour mieux protéger les investisseurs, mais les coûts restent élevés

69 Les produits d'investissement sont complexes et il peut être difficile de les comparer ou de saisir pleinement les risques qu'ils comportent, en particulier pour les investisseurs (de détail) non professionnels. Ceux-ci devraient dès lors être informés de manière appropriée des risques potentiels. Le cadre juridique de l'UE vise à réduire le risque de ventes inadaptées, c'est-à-dire de vente, aux investisseurs de détail, de produits financiers qui ne correspondent pas à leurs besoins ou à leurs attentes²⁴.

La législation de l'UE prévoit de nombreuses mesures pour protéger les investisseurs

70 La législation de l'UE destinée à protéger les investisseurs se décline en un large éventail de règlements, de directives, d'actes délégués de la Commission et d'orientations de l'AEMF. Certaines de ces mesures figurent dans les directives OPCVM et GFIA; d'autres sont présentées dans la directive et le règlement concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID et MiFIR) ainsi que dans le règlement sur les produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (PRIIP).

71 Pour l'investisseur de détail, le cadre de l'UE offre un degré de protection relativement élevé, tout en réduisant fondamentalement la capacité des investisseurs à placer leur argent dans des fonds de pays tiers, dont les coûts sont souvent moins élevés.

²⁴ Paragraphe 48 de la [résolution du Parlement européen du 8 octobre 2020](#).

72 Toutes les ANC et associations de gestion d'actifs que nous avons interrogées au travers de notre enquête étaient d'accord, voire tout à fait d'accord, pour dire que le cadre réglementaire de l'UE a été efficace pour la promotion de normes élevées en matière de protection des investisseurs. Toutefois, une minorité non négligeable d'ANC, dont celles de certains des États membres concentrant les principaux OPCVM, estimait que les investisseurs de détail dans ce type de fonds ne sont toujours pas suffisamment protégés contre les risques:

- d'informations insuffisantes ou inexactes à propos des implications fiscales (39 %);
- de coûts et de frais excessifs (34 %);
- d'évaluation incorrecte des actifs (26 %);
- d'informations insuffisantes ou inexactes à propos de la répartition des actifs (18 %).

Malgré plusieurs mesures de l'UE, la transparence reste un problème

Les investisseurs ont désormais accès à davantage d'informations sur les OPCVM

73 La directive OPCVM exige de ceux-ci qu'ils publient trois documents: un prospectus, un rapport annuel et un rapport semestriel²⁵. Dans le bilan de qualité des informations de surveillance qu'elle a réalisé en 2019²⁶, la Commission a constaté que, même si la directive OPCVM impose un contenu minimal à ces documents, ce dernier reste pour l'essentiel à la discrétion des ANC. En d'autres termes, l'information fournie peut varier d'un État membre à l'autre.

²⁵ Articles 68 à 74 de la [directive 2009/65/CE](#).

²⁶ SWD(2019) 402 final.

74 Introduit en 2011, le document d'informations clés pour l'investisseur (DICI) vise à fournir aux investisseurs de détail de meilleures informations et un contenu plus aisé à comprendre, et à faciliter les comparaisons entre les produits. Le règlement DICI²⁷ impose de couvrir les caractéristiques essentielles de l'OPCVM dont tout investisseur (potentiel) devrait être informé et de lui communiquer des informations précontractuelles exactes, correctes, claires et non trompeuses.

75 L'exactitude et la fiabilité des informations contenues dans le DICI sont contestées. La banque centrale d'Irlande²⁸ a mis au jour des cas où la section du DICI consacrée à la performance passée ne contenait pas d'informations de référence pertinentes. En 2019, l'AEMF a publié des questions-réponses sur les informations de référence afin de clarifier cet aspect.

76 Comme certains participants à l'enquête de la Cour l'ont souligné, les informations sur les coûts figurant dans le DICI actuel sur les OPCVM sont incomplètes et pourraient induire les investisseurs en erreur en leur donnant à croire que ces coûts sont moins élevés qu'ils ne le sont en réalité. En particulier, les coûts de transaction ne sont pas inclus dans le ratio total des frais.

77 Entré en vigueur en 2018, le règlement PRIIP²⁹ a instauré un document d'informations clés (DIC) uniforme applicable à un vaste éventail de produits d'investissement de détail. Toutefois, les OPCVM et les FIA ont été dans un premier temps exemptés de cette obligation. Après avoir longuement consulté les parties prenantes, le comité mixte des AES est parvenu à un compromis sur l'inclusion de la performance passée dans le DIC en janvier 2021. La Commission a adopté le règlement délégué correspondant en septembre 2021.

²⁷ Règlement (UE) n° 583/2010 de la Commission du 1^{er} juillet 2010 mettant en œuvre la directive 2009/65/CE en ce qui concerne les informations clés pour l'investisseur.

²⁸ Central Bank of Ireland, *Thematic review of closet indexing* (circulaire sectorielle du 18 juillet 2019).

²⁹ Règlement (UE) n° 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil du 26 novembre 2014 sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance.

L'AEMF a rendu les coûts et les frais plus transparents, mais des problèmes de données persistent

78 Depuis 2019, l'AEMF publie un rapport annuel sur la performance et les coûts des produits d'investissement de détail proposés dans l'UE. Elle vise ainsi à alerter les investisseurs sur l'impact important des coûts sur le rendement de leurs investissements. Le rapport de l'AEMF donne une bonne vue d'ensemble de la performance et des coûts des différents types de fonds, mais il présente un certain nombre de faiblesses:

- il répertorie les coûts par catégorie d'actifs (actions/obligations/actifs mixtes/autres actifs), par type de gestion (active ou passive) et par domicile du fonds, mais pas par pays de distribution, si bien qu'il est difficile d'évaluer si le marché unique a réduit les différences de coûts entre les marchés nationaux;
- la répartition des coûts par type est limitée (par exemple pour ce qui est des frais de gestion), voire inexistante (par exemple en ce qui concerne la distribution et les incitations). C'est lié au manque de données détaillées disponibles et au fait que l'AEMF se fie aux enquêtes des ANC. Il est dès lors difficile d'expliquer pourquoi les coûts des fonds sont plus élevés dans certains domiciles que dans d'autres;
- le rapport s'appuie sur des données qui remontent à plus d'un an. C'est vrai aussi pour le rapport annuel de l'AEMF sur les FIA.

79 Dans ses annexes relatives à la méthode suivie, l'AEMF fait observer qu'une évaluation de la performance et du coût des produits d'investissement relevant de sa compétence est structurellement entravée par l'absence de données réglementaires pertinentes:

- les données relatives aux OPCVM ne sont pas accessibles au niveau de l'UE, et celles disponibles commercialement ne fournissent qu'un degré de détail et de précision limité,
- tandis que, pour ce qui est des FIA, les données réglementaires ne couvrent pas les données détaillées sur les coûts des fonds.

L'AEMF et la Commission n'ont pas encore créé d'outils de comparaison pour les investisseurs de détail

80 Étant donné que l'accent a été mis sur la fourniture, aux investisseurs, d'informations suffisantes sur les fonds pris individuellement, il reste difficile d'obtenir une véritable vue d'ensemble des fonds proposés et de comparer les produits. Le Parlement européen³⁰ a demandé «des initiatives spécifiquement axées sur les investisseurs de détail, visant notamment à faciliter la mise au point d'outils européens de comparaison indépendants en ligne, afin d'aider les investisseurs de détail à déterminer les produits les plus adéquats en matière de risques, de retour sur investissement et d'intérêt par rapport à leurs préférences et besoins particuliers».

L'écoblanchiment représente un risque croissant

81 Un nombre croissant d'OPCVM sont commercialisés en tant que fonds ESG, ce qui crée un risque d'«écoblanchiment». Le règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité s'applique aux fonds d'investissement, son objectif étant d'accroître la transparence et de lutter contre l'écoblanchiment. Comme la plupart des obligations d'information ne sont entrées en vigueur que le 10 mars 2021, il est trop tôt pour en évaluer l'impact. S'appuyant sur sa [réponse](#) à la consultation de la Commission sur la stratégie renouvelée en matière de finance durable, l'AEMF a récemment demandé d'agir au niveau législatif à propos des notations ESG et des outils d'évaluation³¹.

82 À l'heure actuelle, le marché des notations ESG et des autres outils d'évaluation n'est ni réglementé ni surveillé. Si l'on ajoute à cela les exigences réglementaires croissantes posées à l'égard des informations ESG, le risque d'écoblanchiment, de mauvaise allocation des capitaux et de vente abusive de produits augmente.

³⁰ [Résolution du Parlement européen du 8 octobre 2020 sur la poursuite de la mise en place de l'union des marchés des capitaux: améliorer l'accès au financement sur le marché des capitaux, en particulier pour les PME, et accroître la participation des investisseurs de détail \(2020/2036\(INI\)\)](#).

³¹ [Courrier de M. Steven Maijor, Président de l'AEMF, à la Commissaire Mairead McGuinness, 28 janvier 2021, ESMA30-379-423](#).

L'AEMF, la Commission et les ANC ont contribué à orienter les coûts des OPCVM à la baisse

Les coûts restent élevés

83 Après s'être stabilisés à un niveau élevé pendant de nombreuses années, les coûts des OPCVM ont légèrement diminué depuis 2017. Cela étant, ils restent largement supérieurs aux coûts moyens des fonds domiciliés aux États-Unis. Cette différence est souvent imputée à la taille plus modeste des fonds proposés dans l'UE (voir point 04) et à la part de marché moins importante des fonds passifs et des fonds cotés (8,3 %). À titre d'exemple, les fonds domiciliés au Luxembourg et en Irlande facturent des coûts supérieurs à la moyenne³².

84 Les fonds investis en actions gérés activement ont fait légèrement mieux que les fonds sous gestion passive en rendement brut, mais ont enregistré des résultats inférieurs en rendement net en raison de leurs coûts plus élevés. L'AEMF a constaté que les fonds plus importants coûtaient moins cher du fait des économies d'échelle réalisées dans leur gestion. Dans le cas des fonds investis en actions, les coûts s'élevaient en moyenne à 1,4 % pour les fonds les plus importants et à 1,8 % pour les plus modestes.

L'indexation cachée est une pratique qui tend à diminuer, mais elle n'a pas disparu

85 Une enquête de l'AEMF lancée en 2019 a révélé qu'il subsistait des divergences dans la manière dont la notion des «coûts indus» est interprétée au sein de l'UE et dans l'approche suivie pour surveiller le respect des dispositions en matière de coûts. Selon l'AEMF³³, non seulement ce manque de convergence ouvre la porte à un arbitrage réglementaire et risque de miner la concurrence sur le marché de l'UE, mais il peut aussi se traduire par différents degrés de protection des investisseurs, en fonction du pays où le fonds est domicilié.

86 L'indexation cachée est une pratique par laquelle des gestionnaires d'actifs déclarent gérer leurs fonds de manière active dans le but de faire mieux que l'indice de référence, mais restent en réalité très proches de celui-ci, ce qui exige moins de travail de leur part. Ces gestionnaires ont tendance à facturer des frais de gestion supérieurs

³² *Performance and Costs of EU Retail Investment Products – ESMA Annual Statistical Report 2021.*

³³ AEMF, *Supervisory briefing on the supervision of costs*, 2020.

à ceux des fonds sous gestion passive³⁴. Une analyse réalisée il y a cinq ans par l'AEMF a révélé qu'entre 5 % et 15 % des fonds de l'UE investis en actions déclarés sous gestion active pourraient bien être en réalité des fonds indiciels (voir également [encadré 4](#)). Des chiffres plus récents (2020) indiquent que ce pourcentage a diminué pour se situer entre 2 % et 6 %.

Encadré 4

Indexation cachée

En 2018-2019, la banque centrale d'Irlande a procédé à un examen thématique de l'indexation cachée³⁵ couvrant tous les OPCVM agréés irlandais déclarés sous gestion active. Cette étude a donné lieu aux principales constatations suivantes:

- les investisseurs n'ont pas toujours reçu d'informations suffisantes ou précises sur la stratégie du fonds dans le prospectus et dans le DICI;
- des exemples de mauvaise gouvernance et de contrôles insuffisants ont été relevés;
- l'examen a mis au jour des cas où le fonds visait une surperformance par rapport à un indice inférieure à la commission facturée, ce qui signifie en clair que cette commission annihile toute surperformance réalisée;
- dans certains cas, la section du DICI consacrée à la performance passée ne comportait aucun comparateur, ce qui veut dire que les investisseurs de ces fonds n'étaient pas en mesure d'établir si ces derniers étaient financièrement intéressants par rapport à la référence.

87 En 2021, l'AEMF a lancé une mesure de surveillance commune dans le but de déterminer si les gestionnaires de fonds: 1) respectent les dispositions en matière d'informations sur les coûts dans l'exercice de leurs activités commerciales avec la compétence, le soin et la diligence requis et au mieux des intérêts du fonds qu'ils gèrent, 2) agissent honnêtement et loyalement et 3) ne facturent pas de coûts indus aux investisseurs³⁶. La mesure de surveillance commune couvre à la fois les OPCVM et les FIA vendus aux investisseurs de détail et vise à vérifier si les gestionnaires ont mis

³⁴ *ESMA Statement, Supervisory work on potential closet index tracking*, 2 février 2016, ESMA/2016/165. Voir aussi le rapport TRV n° 1/2021.

³⁵ Central Bank of Ireland, *Thematic review of closet indexing* (circulaire sectorielle du 18 juillet 2019).

³⁶ ESMA 34-45-970 (méthodologie de la mesure de surveillance commune sur les coûts et les frais).

en place des politiques tarifaires autorisant un inventaire et une quantification clairs de tous les coûts imputés au fonds concerné et si lesdites politiques sont appliquées correctement dans la pratique. Les résultats sont attendus au début de 2022.

L'UE n'a pas pris de mesures suffisantes contre les incitations

88 La qualité de la protection des investisseurs potentiels dans des fonds et leur capacité à choisir l'investissement qui répond le mieux à leurs besoins dépendent non seulement des exigences imposées aux fonds et à leurs gestionnaires, mais également des conseils que ces investisseurs reçoivent de leurs intermédiaires financiers.

89 Les incitations, qui restent autorisées dans la plupart des États membres, peuvent représenter jusqu'à la moitié des coûts. La législation³⁷ se contente de préciser que les incitations ne peuvent créer de conflit d'intérêts et doivent être divulguées. Elles doivent être conçues pour améliorer la qualité du service fourni au client et ne peuvent compromettre le devoir qu'a l'entreprise d'agir de manière honnête, loyale et professionnelle, au mieux des intérêts de sa clientèle. Certains États membres, comme les Pays-Bas, ont interdit les incitations, qui représentent environ la moitié des coûts récurrents de nombreux OPCVM.

90 La Commission a souligné que le modèle de distribution en Europe continentale restait largement fondé sur le modèle de rémunération sous la forme de commissions, la distribution auprès des clients finals étant surtout assurée par des banques et des compagnies d'assurances³⁸. L'étude réalisée montre également que dans les pays où les incitations ont été interdites, les frais liés aux fonds d'obligations, d'actions et mixtes sont nettement moins élevés. Comme la commission est la principale rémunération, les fonds passifs (y compris les fonds cotés), qui en versent rarement, ont traditionnellement été boudés par les banques, peu enclines à commercialiser des produits assortis d'une commission basse³⁹.

91 Dans son avis technique de mars 2020 adressé à la Commission⁴⁰, l'AEMF n'a pas pris clairement position sur une interdiction totale des incitations pour tous les

³⁷ Directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers.

³⁸ Commission européenne, *European Distribution systems of retail investment products across the EU, final report*, 2018, p. 26.

³⁹ Apostolos Thomadakis, *The European ETF Market: What can be done better?*, ECMI Commentary, n° 52, 24 avril 2018.

⁴⁰ ESMA's Technical Advice to the Commission on the impact of the inducements and costs and charges disclosure requirements under MiFID II, 31 mars 2020, ESMA35-43-2126.

services d'investissement relevant de la MiFID. Les organisations de consommateurs que nous avons interrogées sont en faveur d'une telle interdiction. La Commission se penche actuellement sur cette question dans le cadre de la stratégie de l'UE à l'égard des investisseurs de détail.

92 En 2017, un contractant privé a effectué une évaluation mystère au nom de la Commission et constaté que, dans chaque État membre, des conseillers non indépendants employés par des banques et des compagnies d'assurance proposaient presque exclusivement un ou quelques produits «maison»⁴¹. Inversement, la plupart des robots-conseillers ont tendance à suggérer des fonds cotés. Une enquête mystère menée par l'ANC française a révélé que des produits comme les fonds cotés (ou d'autres fonds d'investissement à faibles coûts) ne sont pas proposés aux investisseurs de détail, alors qu'apparemment, ces fonds correspondent à leurs besoins d'investissement⁴².

L'identification des risques systémiques nécessite des progrès supplémentaires

93 Par «risque systémique», il faut entendre tout risque de perturbation dans le système financier susceptible d'avoir de graves répercussions sur le marché intérieur et l'économie en général. L'AEMF est tenue, en collaboration avec le CERS⁴³, de développer une approche et des critères communs afin de détecter et de mesurer le risque systémique posé par les principaux acteurs du marché financier, ainsi qu'un mécanisme adéquat de tests de résistance permettant l'évaluation de ce type de risque. Les acteurs du marché financier qui posent un risque systémique feront l'objet d'une surveillance renforcée.

⁴¹ Commission européenne, *European Distribution systems of retail investment products across the EU*, rapport final, 2018, p. 22.

⁴² AMF, *Cartographie des risques 2016, Risques et tendances n° 17*.

⁴³ Le CERS a été créé en 2009 et chargé de la surveillance macroprudentielle du système financier de l'UE afin de contribuer à prévenir ou à atténuer les risques systémiques pour la stabilité financière.

L'évaluation et le suivi des risques systémiques n'en sont qu'aux balbutiements

94 Ni l'AEMF ni le CERS n'ont réalisé d'inventaire des pratiques existant dans les États membres en matière de suivi du risque systémique. Cela étant, les ANC sont représentées dans la gouvernance de l'AEMF et du CERS ainsi qu'au sein des groupes de travail techniques.

95 Le Conseil de stabilité financière (CSF)⁴⁴ a réparti les risques systémiques entre les catégories suivantes:

- décalage de liquidité entre les actifs des fonds d'investissement et les conditions de remboursement;
- effet de levier au sein des fonds d'investissement;
- risque opérationnel;
- risques découlant des activités de prêt de titres⁴⁵.

96 Nous avons constaté que la première catégorie est couverte par les orientations de l'AEMF et que le suivi dans le cadre de l'exercice de simulation de crise (voir points **104** à **106**) a débuté. Les orientations relatives aux FIA couvrent la deuxième partie, le cadre législatif limitant le risque d'effet de levier concernant les OPCVM. L'AEMF a également élaboré un projet de manuel d'analyse des risques des FIA à l'intention des ANC. En outre, le CERS a émis deux recommandations portant sur des éléments des deux premières catégories de risque⁴⁶ et conclu que, dans l'ensemble, l'AEMF les respectait pleinement. La Commission n'a pas encore pris en considération les recommandations connexes formulées en 2017 par le CERS (date butoir pour la mise en œuvre: 31 décembre 2020) sur les modifications législatives (par exemple les outils de gestion de la liquidité, les décalages de liquidité et l'information relative aux OPCVM). Elle nous a précisé qu'elle comptait proposer les modifications législatives en question dans le cadre de la révision en cours de la directive GFIA.

⁴⁴ Le CSF est un organe international qui suit l'évolution du système financier mondial et formule des recommandations à son sujet.

⁴⁵ CSF (12 janvier 2017), *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*.

⁴⁶ CERS/2017/6 et CERS/2020/4.

97 Il existe des dispositions générales sur la gestion des risques et la continuité des activités dans le cadre législatif⁴⁷. Les orientations actualisées de l'AEMF ne couvrent toutefois pas le risque opérationnel (y compris la continuité des activités, le transfert d'actifs de clients en cas de tensions sur le marché et le risque pour la réputation).

98 En 2017, le CSF a recommandé que les autorités de surveillance suivent les indemnités accordées par les agents prêteurs afin de déceler les risques ou les arbitrages réglementaires susceptibles de nuire à la stabilité financière⁴⁸. Ces services ne figurent pas dans le cadre GFIA/OPCVM.

99 Les travaux d'évaluation de l'AEMF relatifs aux risques liés aux fonds d'investissement sont décrits pour l'essentiel dans quatre rapports clés:

- un tableau de bord des risques (publié deux fois par an);
- un rapport sur les tendances, les risques et les vulnérabilités (rapport TRV);
- un rapport statistique annuel sur la performance et les coûts des produits d'investissement de détail de l'UE;
- un rapport statistique annuel sur les fonds d'investissement alternatifs de l'UE.

100 Le tableau de bord des risques de l'AEMF utilise un ensemble complet d'indicateurs et fournit une analyse succincte, mais nous avons constaté qu'il ne détaille pas systématiquement les risques propres à chaque pays, alors que cela pourrait être utile à la surveillance macroprudentielle.

101 Nous avons observé en outre que le suivi, par le CERS, des risques liés à l'intermédiation financière non bancaire fournit une bonne analyse du secteur des fonds d'investissement parce qu'il s'appuie sur des approches fondées sur l'entité, l'activité et le produit proposé afin d'aboutir à une ventilation précise des fonds par type. Toutefois, si les types des fonds et les actifs sont détaillés par pays, ce n'est pas le cas des risques.

⁴⁷ Voir l'article 57 paragraphe 3, du règlement délégué (UE) n° 231/2013 de niveau 2 complétant la directive GFIA, ainsi que l'article 4, paragraphe 3, de la directive 2010/43/UE de niveau 2 de la Commission portant mesures d'exécution de la directive OPCVM.

⁴⁸ CSF (12 janvier 2017), *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, recommandation n° 14.

102 Nous nous sommes rendu compte que plusieurs obstacles empêchaient d'obtenir une vue plus détaillée et une analyse parfaitement fiable:

- o l'indisponibilité de certaines données des FIA/l'impossibilité de les utiliser (voir points [121](#) et [123](#));
- o les retards dans l'utilisation des données des fonds monétaires/les difficultés pour utiliser certaines données prévues par la directive GFIA (voir points [111](#), [121](#) et [122](#)).

Il n'existe pas de tests de résistance prudentiels et, bien que les travaux aient commencé, le suivi de la simulation est insuffisant

103 Les tests de résistance prudentiels devraient permettre d'identifier les fonds présentant un risque systémique et de reconnaître les profils de risque systémique pour pouvoir les atténuer⁴⁹. L'AEMF est habilitée à organiser et à coordonner à l'échelle de l'Union, en coopération avec le CERS, des tests de résistance afin d'évaluer la résilience des acteurs des marchés financiers à des évolutions négatives des marchés.

104 L'AEMF n'a pas encore effectué de test de résistance prudentiel pour les fonds d'investissement, mais elle a procédé à une simulation de crise en 2019 afin d'évaluer la résilience du secteur des fonds de l'UE et de déceler les vulnérabilités potentielles. Cette simulation concernait 6 600 OPCVM à revenu fixe d'une valeur liquidative totale de 2 490 milliards d'euros⁵⁰. Les fonds ont été soumis à un choc fictif provoqué par un afflux massif de demandes de remboursement (ou «choc de rachat»), et son impact sur les marchés a été mesuré. Pour ce faire, des données commerciales ont été utilisées, l'AEMF estimant que les données des ANC étaient trop hétérogènes.

105 Le cadre de simulation de crise constitue un bon point de départ. Les outils actuels, l'infrastructure technique et la qualité des données présentent des faiblesses. Les résultats de la simulation n'ont pas systématiquement fait l'objet d'un suivi: ils ont été partagés avec 11 ANC sur une base volontaire, mais cinq d'entre elles seulement ont choisi d'entamer une discussion de suivi avec l'AEMF. Une ANC, dont le pays est doté d'un important secteur de fonds, n'a pas souhaité avoir de débat de suivi avec l'AEMF. Dans la perspective des rapports statistiques annuels, cette dernière a

⁴⁹ Article 22, paragraphe 2, et article 23 du [règlement AEMF](#).

⁵⁰ [ESMA Economic Report: Stress simulation for investment funds 2019](#).

également adressé aux ANC des listes reprenant les fonds qui présentaient des risques, mais il n'y a pas eu de suivi ni de bilan particuliers des informations fournies.

106 En mai 2020, le CERS a recommandé à l'AEMF de traiter le risque de liquidité des fonds d'investissement⁵¹, ce qu'elle a fait dans son rapport de novembre 2020, en utilisant le cadre de simulation de crise. Tous les résultats ont été communiqués aux ANC en décembre 2020, y compris les identités des fonds réputés potentiellement à risque. Six mois plus tard, les agents de l'AEMF sont convenus avec les membres de son comité permanent sur les services de gestion de portefeuille (IMSC) de faire rapport sur les actions de suivi entreprises par les ANC, notamment en ce qui concerne la liste des fonds potentiellement à risque. Les ANC étaient tenues d'adresser une réponse exhaustive à l'AEMF en octobre 2021. Bien qu'il ait fallu du temps, il s'agit là d'une amélioration majeure. Les noms des fonds réputés potentiellement à risque n'ont pas été communiqués au CERS.

107 Les travaux conceptuels relatifs aux tests de résistance descendants⁵² ainsi qu'un modèle complet qui réaliserait l'interconnexion entre les secteurs de la banque, de l'assurance et des fonds d'investissement afin d'obtenir un tableau complet du risque systémique n'ont, jusqu'ici, pas amené l'AEMF à élaborer systématiquement un plan de projet. Ces travaux pourraient également englober les fonds spéculatifs et les fonds qui ne font pas l'objet d'une surveillance dans l'UE⁵³, mais qui représentent une menace pour le système financier.

Les orientations relatives aux tests de résistance internes sont appropriées, mais les résultats des tests ne sont pas utilisés efficacement

108 Dans le cas des fonds d'investissement, un test de résistance de liquidité vise à évaluer leur résilience aux chocs de rachat, tant au niveau individuel qu'à l'échelle du secteur. Les tests de résistance peuvent être réalisés par les fonds eux-mêmes (tests de résistance interne) ou par l'autorité de surveillance (tests de résistance prudentiels). En ce qui concerne les tests de résistance internes, le cadre juridique est différent selon qu'il s'agit de FIA, d'OPCVM ou de fonds monétaires. La [figure 9](#) montre

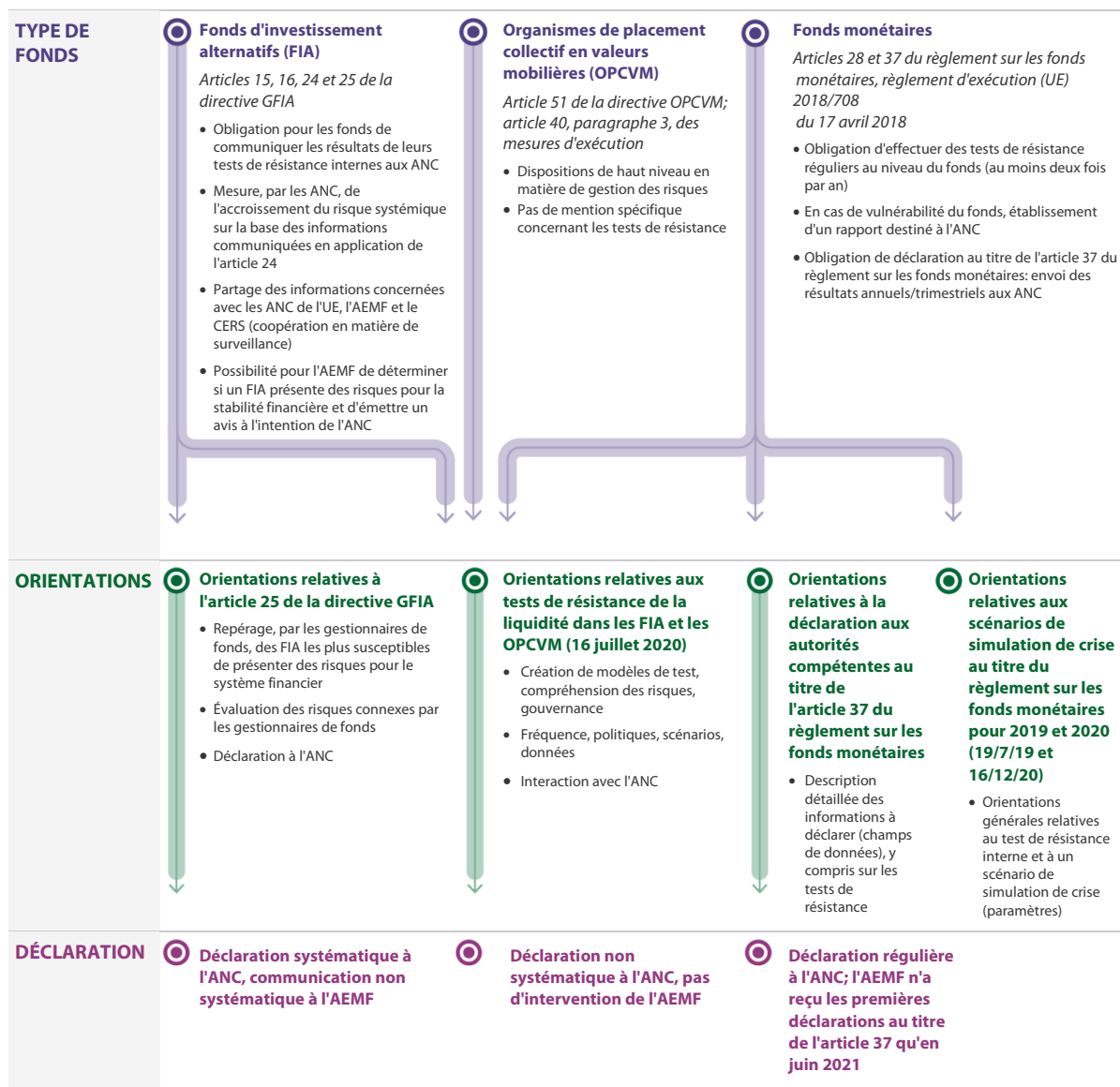
⁵¹ [Recommandation du CERS sur les risques de liquidité des fonds d'investissement \(CERS/2020/4\)](#).

⁵² Par exemple Gourdel, Maqui et Sydow (2019), *Investment funds under stress*, ECB Working Paper 2323.

⁵³ Les fonds non surveillés dans l'UE peuvent constituer des catégories d'actifs majeures pour les investisseurs, dont les institutions financières.

les liens entre les divers types de fonds ainsi que la législation qui les régit et les orientations y afférentes.

Figure 9 – Mécanismes de test de résistance pour les FIA, les OPCVM et les fonds monétaires



Source: Cour des comptes européenne.

109 Nous avons constaté que l'AEMF a élaboré des orientations appropriées sur les tests de résistance internes pour les OPCVM et les FIA. Cependant, le niveau de contrôle des résultats de ces tests – s'il y en a – est laissé à l'entière discrétion des ANC, et l'AEMF ne dispose d'aucune information à cet égard. Par ailleurs, les OPCVM réalisent des tests de résistance internes et ne doivent rendre compte à l'ANC dont ils relèvent qu'en cas de risque significatif, à charge ensuite pour cette dernière d'informer l'AEMF. Cela ne s'est pas encore produit. Bien que l'AEMF ait accès aux

résultats des tests de résistance concernant les FIA, le choix de la méthode à utiliser pour les effectuer est laissé au gestionnaire de fonds, si bien qu'elle n'a pas comparé ni utilisé les résultats.

110 Quant aux fonds monétaires, le règlement qui les régit dispose que l'AEMF publie des orientations comportant des paramètres de référence communs pour les tests de résistance. Dans ce contexte, l'AEMF a défini une valeur élevée pour le choc de rachat (taux de remboursement de 30 à 40 %) mais s'est alignée sur le calibrage du CERS pour ce qui est des paramètres (par exemple les taux d'intérêt et les taux de change) plutôt que d'en fixer elle-même le degré de sévérité. Elle n'a pas demandé d'analyse ex ante de sensibilité des paramètres, ce qui lui aurait permis de mieux comprendre les facteurs de risque. Cependant, l'AEMF procède à une analyse ex post de l'impact des paramètres après avoir reçu les résultats.

111 En raison du cadre juridique, les données des tests de résistance des OPCVM ne sont pas systématiquement agrégées, analysées ou communiquées, sauf pour les fonds monétaires. De telles données pourraient servir à développer des tests de résistance prudentiels ou à contrôler a posteriori les résultats des simulations de crise. Dans le cas des fonds monétaires, les données déclarées ont été reçues très tard, de sorte que l'AEMF n'a commencé à analyser les données du premier trimestre 2020, reçues à la mi-2021, qu'à la fin de cette année.

Des lacunes et des doubles emplois dans la collecte des données font obstacle à l'identification des risques pour la stabilité financière et les investisseurs

112 Pour être efficace, la surveillance des risques systémiques et des risques pour les investisseurs doit pouvoir s'appuyer sur des données appropriées. Les données doivent présenter un degré de détail et de qualité suffisant et permettre une comparaison entre les pays afin que des analyses des risques pertinentes puissent être réalisées. Pour être efficiente, la collecte de données ne devrait pas entraîner un surcroît de travail pour le secteur et devrait répondre aux besoins de données de toutes les autorités qui demandent un accès aux informations afin d'honorer leur mandat.

113 La directive OPCVM, la directive GFIA ainsi que le règlement sur les fonds monétaires imposent tous aux fonds ou à leurs gestionnaires de déclarer des données aux ANC. Cela étant, la nature, le format et le niveau de détail des données à déclarer varient en fonction du type de fonds d'investissement, et les ANC ne sont pas toujours tenues de communiquer les données à l'AEMF ou au CERS. Les conditions imposées reflètent le niveau de risque du fonds concerné, mais aussi l'ancienneté de l'acte législatif dont il relève. Le régime de déclaration mis en place pour les fonds monétaires est plus poussé que celui établi par les directives GFIA et OPCVM. Il s'appuie sur des données détaillées utilisant des identifiants internationaux.

L'absence de régime de déclaration harmonisé pour les OPCVM handicape l'AEMF dans son évaluation du degré de préparation des fonds aux crises et dans la réalisation des tests de résistance

114 La directive GFIA précise les obligations de déclaration que les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs doivent remplir à l'égard de l'ANC de leur État membre d'origine. Elle prévoit notamment l'obligation de fournir des détails sur les fonds qu'un GFIA particulier gère, y compris les stratégies d'investissement, les principaux marchés, les valeurs liquidatives et le profil de liquidité du portefeuille⁵⁴. Les ANC sont tenues de communiquer régulièrement ces données à l'AEMF (voir *annexe*)⁵⁵.

115 Par contre, il n'existe pas actuellement de cadre harmonisé de déclaration d'informations pour les OPCVM au niveau de l'UE. Si la directive OPCVM définit bien un contenu minimal pour certains documents clés que chaque OPCVM est tenu de publier, les autres éléments de déclaration sont laissés à la discrétion des ANC. En conséquence, les pratiques en matière de déclaration varient fortement d'une ANC à l'autre pour ce qui est de la fréquence, des OPCVM couverts et des données communiquées⁵⁶. Les données produites ne sont pas comparables.

⁵⁴ Directive GFIA, article 24.

⁵⁵ Directive GFIA, article 25, paragraphe 2.

⁵⁶ CERS/2017/6.

116 L'absence d'exigences détaillées en matière de déclaration d'informations pour les OPCVM fait que l'AEMF a eu du mal à effectuer les analyses nécessaires pour évaluer le degré de préparation des fonds d'investissement fortement exposés aux marchés de la dette d'entreprises et de l'immobilier à la crise de la COVID-19⁵⁷. Elle a également entravé l'AEMF dans l'organisation de simulations de crise et dans la réalisation de tests de résistance prudentiels.

117 Par ailleurs, la directive OPCVM n'exige pas explicitement des ANC qu'elles communiquent à l'AEMF les données recueillies aux fins de la surveillance, mais l'AEMF peut demander des informations pour s'acquitter de sa mission⁵⁸. Si l'ANC ne peut répondre de manière adéquate à sa demande, l'AEMF peut approcher d'autres autorités nationales, comme les banques centrales et les offices statistiques nationaux, voire s'adresser directement à des acteurs du marché. Selon elle, de telles demandes de données requièrent toujours l'approbation du conseil des autorités de surveillance et n'ont dès lors lieu qu'à titre exceptionnel.

118 Les résultats d'une enquête menée en 2021 par l'AEMF auprès de 10 ANC montrent que, bien que la plupart de celles-ci recueillent des données sur les OPCVM et les sociétés qui les gèrent, les régimes de déclaration diffèrent considérablement. Leurs déclarations n'étant pas directement accessibles ni toujours cohérentes, l'AEMF ne leur a pas demandé jusqu'ici de communiquer ces données.

119 L'AEMF et le CERS s'appuient dès lors sur d'autres sources de données, principalement commerciales, pour les informations et les analyses relatives aux OPCVM (voir [annexe](#)). Selon l'AEMF et les parties prenantes avec lesquelles nous nous sommes entretenus, même si les fonds informent fréquemment les prestataires commerciaux, le fait de se fier à des données commerciales soulève des questions quant au caractère exhaustif et à la qualité des données.

120 En 2017, le CERS a recommandé que les législateurs de l'UE mettent en place un régime de déclaration harmonisé pour les OPCVM⁵⁹. Cette recommandation n'a toutefois pas été suivie d'effet. La majorité des ANC et des associations de gestion d'actifs que nous avons sondées étaient d'accord, voire tout à fait d'accord, avec l'idée que renforcer les exigences en matière de déclaration serait une bonne chose pour le cadre réglementaire régissant les fonds d'investissement. Elles suggèrent d'aligner le

⁵⁷ CERS/2020/4.

⁵⁸ Règlement (UE) n° 1095/2010, article 35.

⁵⁹ CERS/2017/6, recommandation D.

futur régime de déclaration pour les OPCVM sur celui des FIA, en tenant compte des différences entre les deux types de fonds d'investissement.

Certaines exigences essentielles en matière de déclaration ne sont pas obligatoires dans la directive GFIA

121 Bien que la directive GFIA prévoie un régime de déclaration harmonisé, son utilité est compromise par le fait qu'elle n'oblige pas les gestionnaires de fonds à déclarer certaines données clés. Ainsi, alors que la directive GFIA et le règlement délégué (UE) n° 231/2013 de la Commission exigent des gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs qu'ils communiquent les identifiants d'entité juridique (IEJ) pour leur propre identification et celle des fonds qu'ils gèrent, la déclaration des IEJ à d'autres niveaux de détail (par exemple les courtiers principaux des FIA) reste facultative. Aux termes des orientations, il est également demandé aux GFIA de fournir le numéro international d'identification des valeurs mobilières (code ISIN) et d'autres codes internationaux que le FIA pourrait avoir, mais seulement s'ils sont disponibles.

122 Les dispositions actuelles se sont traduites par un faible pourcentage de GFIA et de FIA déclarant les identifiants communs, comme les IEJ et les codes ISIN. À titre de comparaison, la couverture des IEJ pour les fonds exposés aux instruments dérivés est supérieure à la moyenne. Cela est dû au fait que, contrairement à la directive GFIA, le règlement sur l'infrastructure du marché européen (règlement EMIR) impose aux contreparties de communiquer les identifiants internationaux d'entité juridique et les codes ISIN. Une meilleure couverture des IEJ et des codes ISIN permettrait à l'AEMF et au CERS de faire plus efficacement le lien entre diverses données relatives aux GFIA et aux FIA et à cerner les risques systémiques⁶⁰.

Les banques centrales nationales recueillent des données aux fins de la déclaration statistique, mais ces informations ne sont mises à la disposition ni de l'AEMF ni du CERS

123 Actuellement, l'AEMF ne dispose pas de données sur le portefeuille de fonds pour les OPCVM et les FIA. Or ces données seraient nécessaires pour effectuer des analyses des risques et des tests de résistance prudentiels pertinents sur la base d'informations réglementaires plutôt que commerciales.

⁶⁰ CERS, *The benefits of the Legal Entity Identifier for monitoring systemic risk*, Occasional Paper Series No 18 (septembre 2021).

124 Les banques centrales nationales (BCN) sont déjà tenues de recueillir des données détaillées sur les fonds d'investissement (y compris les FIA et les OPCVM, mais pas les fonds monétaires) de manière uniforme aux fins de la déclaration statistique à la Banque centrale européenne (BCE)⁶¹. Ces données comportent des détails sur les fonds au niveau de l'ISIN. Toutefois, les BCN ne les mettent à la disposition de la BCE que sous une forme agrégée, étant donné que le régime de confidentialité instauré par le Conseil en 1998 réduit fortement l'usage des informations confidentielles collectées par les BCN en les réservant exclusivement à l'accomplissement des missions du Système européen des banques centrales⁶². L'AEMF et le CERS ont déjà accès à certaines des données agrégées recueillies par la BCE, mais celles-ci ne sont pas assez détaillées pour permettre un suivi approprié du risque systémique.

125 L'AEMF et le CERS n'ont pas pleinement exploré les possibilités d'accès et d'utilisation en ce qui concerne les données plus détaillées existant au niveau du portefeuille et collectées par les BCN (voir point **117**), invoquant à cet égard des problèmes juridiques et opérationnels. Nous observons que, dans certains cas, les BCN sont également les autorités chargées de surveiller les fonds d'investissement.

⁶¹ Règlement BCE/2013/38.

⁶² Règlement (CE) n° 2533/98 du Conseil, article 8, paragraphe 5.

Conclusions et recommandations

126 Notre conclusion générale est que, bien que les actions de l'UE aient permis l'établissement d'un marché unique pour les fonds d'investissement, elles n'ont pas encore produit les résultats escomptés, étant donné que les véritables activités transfrontalières et les avantages pour les investisseurs restent limités. En outre, la cohérence et l'efficacité de la surveillance des fonds ainsi que de la protection des investisseurs sont insuffisantes.

127 La Commission et les colégislateurs de l'UE ont fixé des objectifs ambitieux pour un marché unique des fonds d'investissement, notamment pour permettre la distribution efficiente des fonds dans les autres États membres, assurer une protection efficace et uniforme des investisseurs et créer des conditions de concurrence équitables (voir points **16** et **17**). Nous arrivons à la conclusion qu'ils ont certes permis une activité commerciale transfrontalière en introduisant le régime de « passeport », mais qu'ils se sont montrés moins efficaces pour ce qui est d'augmenter le nombre de véritables fonds transfrontaliers (c'est-à-dire des fonds commercialisés dans plusieurs États membres), ce qui constituait pourtant un objectif majeur. Le nombre de ces fonds n'a en effet augmenté que de manière marginale (voir points **18** à **21**).

128 Nous avons constaté que les avantages attendus pour les investisseurs, comme la baisse des frais de gestion grâce à la concurrence et l'innovation, ou l'accès à davantage de produits, ne se sont pas concrétisés. Les coûts restent élevés et diffèrent considérablement d'un État membre à l'autre (voir point **83**). Par ailleurs, les conditions de concurrence ne sont toujours pas équitables, étant donné que les pratiques de surveillance et leurs résultats varient fortement selon l'État membre concerné et que les obstacles à l'entrée sur le marché persistent (voir points **22** et **23**). Nous relevons que certaines réalités du marché et certains choix stratégiques – la fiscalité, la demande locale et le réseau de distribution, par exemple, qui influent sur les endroits où les gestionnaires d'actifs choisissent de distribuer leurs fonds d'investissement – ne peuvent pas être régis par le droit de l'Union.

129 Si la mise en place initiale du cadre juridique de l'UE était un pas en avant, ses révisions successives n'ont pas donné lieu à des résultats différents et pourraient dès lors ne pas constituer l'outil approprié pour développer le marché unique. La Commission n'a pas procédé à un bilan de qualité complet du cadre juridique général applicable aux fonds d'investissement afin d'évaluer dans quelle mesure les différents objectifs ont été atteints. Nous en concluons que la Commission n'a pas toujours pu démontrer l'utilité ou l'efficacité de ses initiatives législatives pour renforcer les règles

existantes. Les analyses d'impact ex ante ont peut-être surestimé les effets potentiels de la nouvelle législation, tandis que les évaluations ex post doivent être plus poussées (voir points [26](#) à [30](#)). Enfin, la mesure de la performance par la Commission ne respecte pas ses propres critères (voir point [31](#)).

Recommandation n° 1 – Évaluer l'adéquation du cadre existant avec les objectifs à atteindre

La Commission devrait:

- a) réaliser un bilan de qualité complet de la législation applicable aux fonds d'investissement et, en fonction du résultat obtenu, prendre les mesures qui s'imposent pour atteindre plus efficacement les objectifs du marché unique;
- b) améliorer sa mesure de la performance en établissant des indicateurs appropriés.

Quand? D'ici à 2024.

130 L'AEMF a redoublé d'efforts en faveur de la convergence en matière de surveillance. Par exemple, elle a créé un cadre permettant de cerner les principaux risques en matière de surveillance et de mettre l'accent sur eux (voir points [40](#) et [41](#)). Toutefois, elle a du mal à utiliser efficacement ses outils, en raison de sa propre structure de gouvernance et de sa dépendance à l'égard de la coopération des ANC. Celles-ci ont une préférence marquée pour les outils de convergence «non invasifs» (voir points [56](#) et [57](#)).

131 L'AEMF a surtout utilisé des outils de préparation, comme des orientations et des questions-réponses. Nous avons constaté que leur efficacité n'était pas démontrée, étant donné que l'AEMF ne mesure pas l'effet de toutes ses actions de convergence (voir points [42](#) et [43](#)). L'AEMF s'est récemment dotée de nouveaux outils, qu'elle utilise pour les domaines prioritaires. Elle a davantage privilégié des outils comme les mesures de surveillance communes, qui créent un espace pour les ANC participantes en permettant d'échanger des pratiques et d'en discuter (voir points [44](#) à [46](#)). Cependant, l'AEMF a rarement joué son rôle de gendarme (voir points [42](#) à [48](#)).

132 De ce fait, les efforts de l'AEMF n'ont eu que peu d'effet dans la mise en place d'une surveillance cohérente et similaire. Nous avons relevé des cas où ses travaux ont permis d'améliorer la qualité de la surveillance nationale et réduit les divergences entre les pratiques. L'AEMF n'est pas en mesure pour l'instant de démontrer ses progrès, étant donné qu'elle ne mesure pas la réalisation de ses objectifs (voir

points [58](#) à [60](#)). Ses travaux ont également mis au jour certaines faiblesses dans la surveillance exercée au niveau national, en particulier dans le contrôle de l'application des règles (voir points [61](#) à [68](#)).

Recommandation n° 2 – Accroître l'efficacité des travaux de convergence de l'AEMF

La Commission devrait:

- a) envisager de proposer des modifications de la structure de gouvernance de l'AEMF de manière à permettre à celle-ci d'exercer plus efficacement ses prérogatives, notamment en rendant obligatoire la participation des ANC à ses travaux de convergence et en confiant la conduite des opérations à son personnel.

L'AEMF devrait:

- b) adopter une approche plus structurée pour la sélection des outils de convergence, renforcer le suivi et employer les outils de recours, comme les procédures pour violation du droit de l'Union, lorsque c'est nécessaire;
- c) renforcer sa capacité à contrôler les progrès réalisés en cartographiant les pratiques de surveillance, en évaluant l'efficacité des outils utilisés et en revoyant sa mesure de la performance.

Quand? D'ici à 2024.

133 La Commission et l'AEMF ont renforcé la transparence des fonds d'investissement ainsi que de leurs risques et coûts. Cela s'est fait principalement par l'introduction du document d'informations clés pour l'investisseur et par la publication d'un rapport annuel sur la performance et les coûts. Il n'empêche que des lacunes dans l'information fournie aux investisseurs persistent et qu'il reste très difficile pour ces derniers de comparer les fonds (voir points [73](#) à [80](#)).

134 Les investisseurs ont vu les coûts diminuer lentement au cours des dernières années, mais ils ne bénéficient toujours pas d'une protection suffisante contre les coûts indus imputés par les gestionnaires de fonds (par exemple via le mécanisme de l'indexation cachée) ou contre les conseils peu objectifs d'intermédiaires financiers, qui continuent à recevoir des incitations dans la plupart des États membres (voir points [83](#) à [92](#)). En outre, les notations ESG ne sont guère réglementées ou surveillées (voir points [81](#) et [82](#)).

Recommandation n° 3 – Assurer une meilleure protection des investisseurs contre les coûts indus et les informations trompeuses

La Commission devrait:

- a) mieux protéger les investisseurs de détail, en particulier au moyen de règles plus strictes en matière d'incitations.

L'AEMF devrait:

- b) affiner davantage son analyse de la performance et des coûts des produits d'investissement de détail, en particulier par pays de distribution et type de coût;
- c) mettre au point un outil permettant aux investisseurs d'obtenir, sur tous les fonds proposés, des informations qui répondent à certains critères, et de comparer les coûts et la performance de ces fonds.

Quand? D'ici à 2024.

135 L'AEMF assure le suivi du risque systémique au moyen de rapports internes et externes réguliers et ad hoc, mais les risques ne sont pas ventilés par pays. Il n'existe aucun inventaire formel des pratiques en vigueur dans les États membres pour le suivi du risque systémique (voir points [94](#) ainsi que [99](#) à [102](#)). Le Conseil de stabilité financière a déterminé quels étaient les risques liés aux activités de gestion d'actifs. L'AEMF en a traité les deux principaux, à savoir l'effet de levier et le décalage de liquidité. Or nous avons constaté que, malgré les dispositions générales du cadre législatif, les orientations actualisées de l'AEMF ne couvraient pas le risque opérationnel (voir points [95](#) à [98](#)).

136 L'AEMF n'a pas effectué de tests de résistance prudentiels, bien qu'ils soient prévus dans son règlement fondateur. Elle s'est contentée de réaliser des simulations de crise fondées sur les données du marché. Le suivi de leurs résultats commence à peine, qui plus est lentement. Les travaux de conception des tests de résistance prudentiels n'ont pas débuté. Nous avons constaté que l'AEMF a élaboré des orientations appropriées sur les tests de résistance internes. Les données des tests de résistance ne sont pas systématiquement communiquées, sauf pour les fonds monétaires. Les données déclarées n'ont pas encore été utilisées pour développer des tests de résistance prudentiels ou pour contrôler a posteriori les résultats des simulations de crise (voir points [103](#) à [111](#)).

Recommandation n° 4 – Améliorer l'identification du risque systémique

L'AEMF devrait, en coopération avec le CERS, déterminer les types de fonds pour lesquels des tests de résistance prudentiels sont nécessaires; étudier comment les résultats des simulations et des tests de résistance existants peuvent être utilisés plus efficacement, et élaborer un modèle complet permettant d'analyser l'interconnexion.

Quand? D'ici à 2025.

137 À l'heure actuelle, il n'existe pas, au niveau de l'UE, de régime de déclaration harmonisé pour les organismes de placement collectif en valeurs mobilières. Par conséquent, les données de surveillance recueillies par les ANC des divers États membres ne sont pas comparables. Le régime de déclaration relatif aux fonds d'investissement alternatifs est harmonisé au niveau de l'UE, mais le cadre de déclaration en place n'oblige pas leurs gestionnaires à communiquer les identifiants communs et les détails de portefeuille. La qualité, la disponibilité et l'utilisation insuffisantes des données nuisent au suivi du risque et à la performance des tests de résistance à réaliser (voir points [112](#) à [122](#) et point [102](#)).

138 Les banques centrales nationales collectent déjà des informations détaillées sur le portefeuille dans le cas des OPCVM et des FIA à des fins de déclaration statistique. Cela étant, elles ne fournissent ces données que sous une forme agrégée à la BCE, qui n'en communique qu'un extrait à l'AEMF et au CERS. Si, en vertu de leurs règlements fondateurs respectifs, ces derniers sont habilités à demander ponctuellement des informations, ils n'ont pas fait usage de cette prérogative pour obtenir les données existantes. En général, de telles demandes requièrent l'approbation de leurs instances décisionnelles et ne sont peut-être pas compatibles avec un suivi régulier des risques systémiques (voir points [117](#), [124](#) et [125](#)).

Recommandation n° 5 – Simplifier la collecte des données et mettre à jour les régimes de déclaration

La Commission devrait:

- a) aider l'AEMF et le CERS à accéder aux informations sur les fonds dont elle a besoin et dont disposent les ANC et les banques centrales de l'Eurosystème, et proposer un régime de déclaration harmonisé pour les OPCVM;
- b) évaluer les données complémentaires encore nécessaires sur les fonds et déterminer comment les recueillir pour un meilleur suivi des risques, tout en réduisant autant que possible le surcroît de travail pour le secteur.

Quand? D'ici à 2024.

Le présent rapport a été adopté par la Chambre IV, présidée par M. Mihails KOZLOVS, Membre de la Cour des comptes, à Luxembourg le 18 janvier 2022.

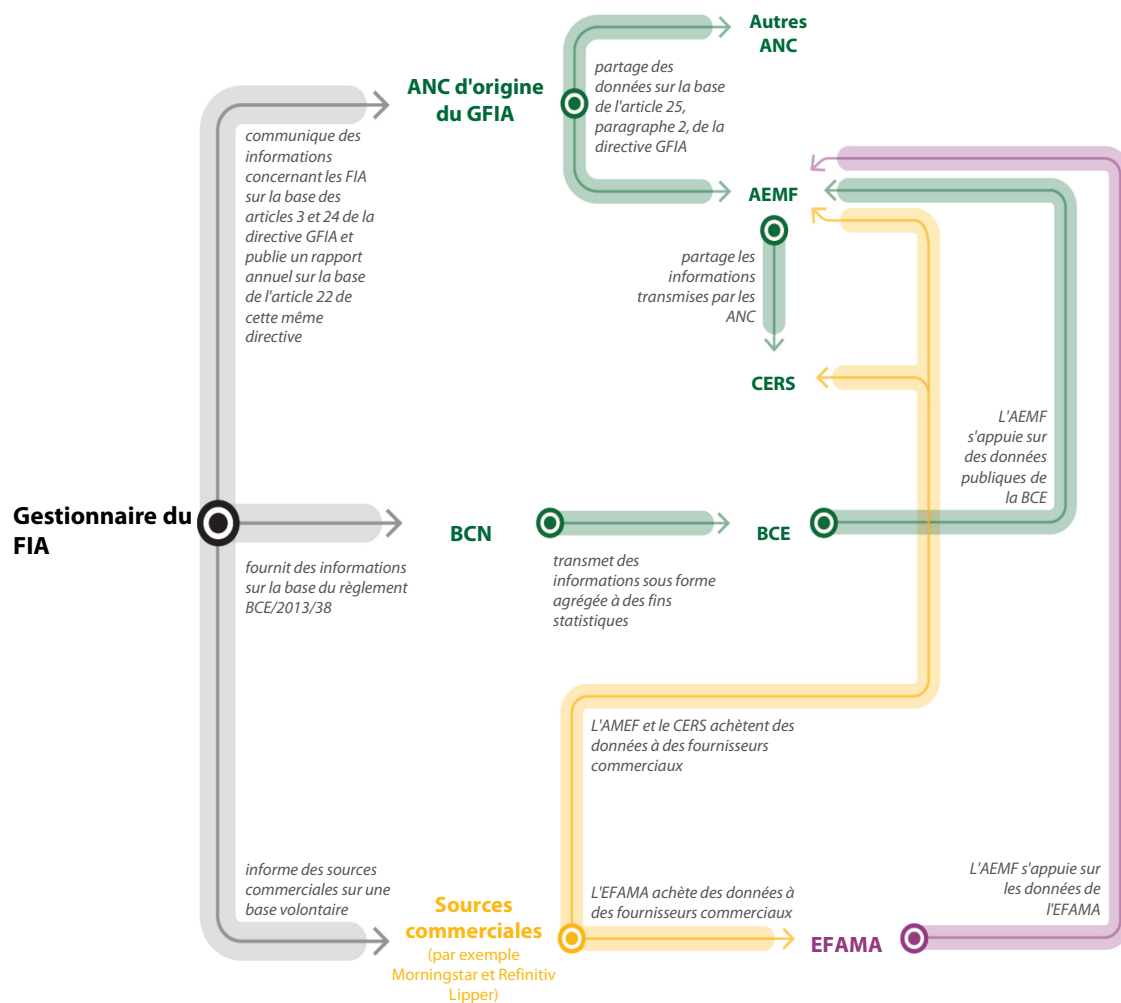
Par la Cour des comptes

Klaus-Heiner Lehne
Président

Annexe

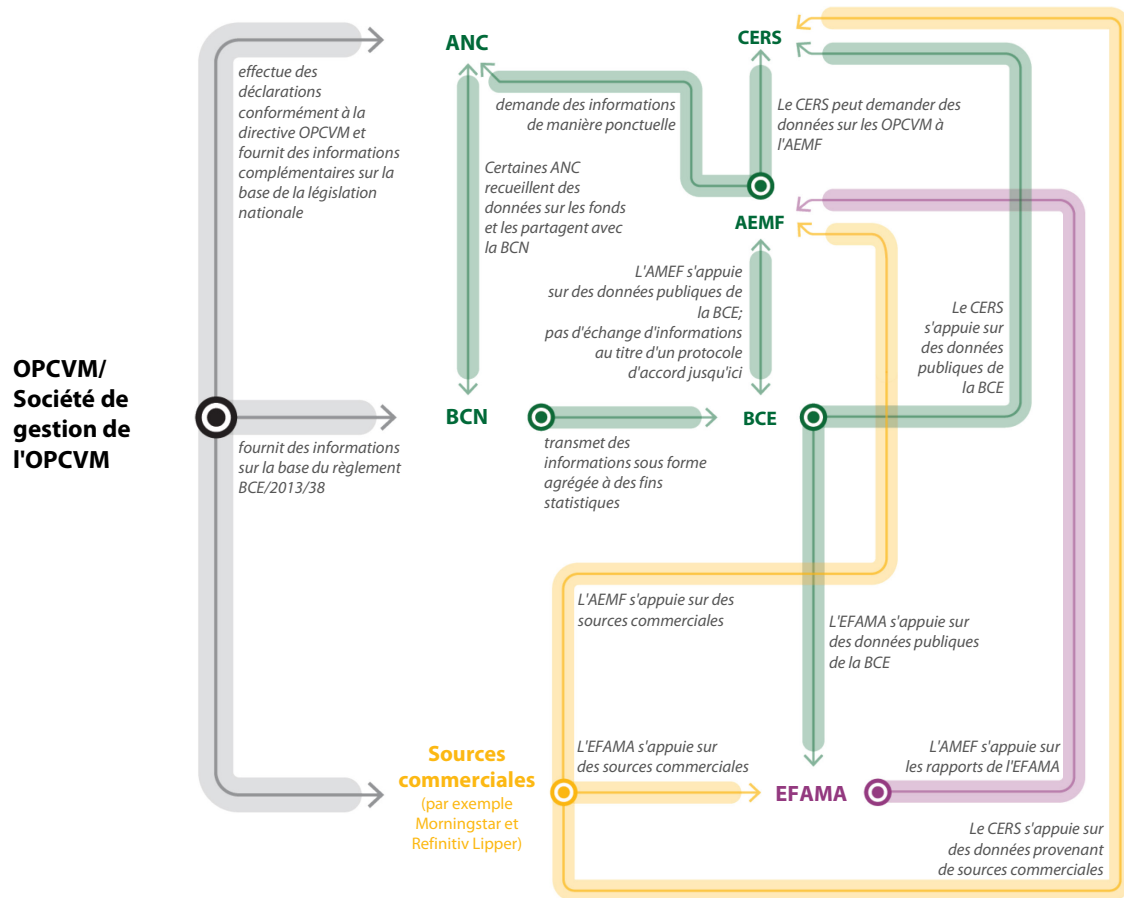
Annexe – Collecte des données relatives aux FIA et aux OPCVM et partage de l'information

Collecte des données relatives aux FIA et partage de l'information



Source: Cour des comptes européenne.

Collecte des données relatives aux OPCVM et partage de l'information



Source: Cour des comptes européenne.

Acronymes, sigles et abréviations

ABE: Autorité bancaire européenne

AEAPP: Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles

AEMF: Autorité européenne des marchés financiers

AES: autorités européennes de surveillance

AMF: Autorité des marchés financiers

ANC: Autorité(s) nationale(s) compétente(s)

BCE: Banque centrale européenne

BCN: banque(s) centrale(s) nationale(s)

CERS: comité européen du risque systémique

CSF: Conseil de stabilité financière

DIC: document d'informations clés (règlement PRIIP)

DICI: document d'informations clés pour l'investisseur (règlement OPCVM)

Directive GFIA (ou AIFMD): directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs

EFAMA: Association européenne de la gestion d'actifs et de fonds (*European Fund and Asset Management Association*)

EMIR: règlement sur l'infrastructure du marché européen (*European Market Infrastructure Regulation*)

ESG: (critères/facteurs) environnementaux, sociaux et de gouvernance

ETP: équivalent temps plein

FIA: fonds d'investissement alternatif

FMI: Fonds monétaire international

GFIA: gestionnaire(s) de fonds d'investissement alternatifs

IEJ: identifiant d'entité juridique

ISIN: numéro international d'identification des valeurs mobilières (*international securities identification number*)

MiFID (I/II): directive concernant les marchés d'instruments financiers

MiFIR: règlement concernant les marchés d'instruments financiers

OICV: Organisation internationale des commissions de valeurs

OPCVM: organisme de placement collectif en valeurs mobilières

PRIIP: produit d'investissement packagé de détail et fondé sur l'assurance (*Packaged Retail Investment and Insurance-based Product*)

TFUE: traité sur le fonctionnement de l'Union européenne

TRV: tendances, risques et vulnérabilités

Glossaire

Analyse d'impact: analyse des effets probables (ex ante) ou réels (ex post) d'une initiative stratégique ou d'un autre type d'action.

Autorité bancaire européenne (ABE): agence de régulation de l'UE, chargée de garantir un niveau de réglementation et de surveillance prudentielles efficace et cohérent dans l'ensemble du secteur bancaire européen. Elle a notamment pour mission de lancer et de coordonner des tests de résistance dans le secteur financier de l'UE. Elle établit en outre les normes applicables.

Autorité européenne des marchés financiers (AEMF): agence de régulation de l'UE, chargée de contribuer à garantir la stabilité du système financier de l'UE en renforçant la protection des investisseurs et en créant des conditions propices à la stabilité et au bon fonctionnement des marchés financiers. Sa mission consiste notamment à favoriser la convergence en matière de surveillance entre les autorités nationales des États membres chargées de surveiller les marchés des valeurs mobilières et les marchés des capitaux.

Autorité nationale compétente (ANC): organisme national chargé de la surveillance du secteur bancaire et/ou du marché des valeurs mobilières.

Autorités européennes de surveillance (AES): terme collectif désignant les trois organismes chargés de la surveillance du secteur financier, à savoir l'Autorité bancaire européenne, l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles et l'Autorité européenne des marchés financiers.

Bilan de qualité: évaluation visant à recenser les éventuels chevauchements, lacunes, incohérences ou mesures obsolètes dans le cadre réglementaire régissant un domaine d'action.

Contrôle de conformité: vérification visant à déterminer si les dispositions pertinentes d'une directive de l'UE ont été dûment prises en compte dans les mesures nationales de mise en œuvre.

Convergence en matière de surveillance: également «convergence des pratiques de surveillance et de leurs résultats»; processus consistant à favoriser une mise place et une application cohérentes et efficaces de règles harmonisées mais non uniformes par les autorités nationales compétentes dans l'ensemble de l'UE. La convergence n'est pas synonyme d'approche unique. L'objectif général est de tendre vers des résultats comparables en matière de réglementation et de surveillance.

Corpus réglementaire unique: ensemble de textes législatifs que toutes les institutions financières de l'UE doivent respecter.

Délégation: procédure par laquelle certaines fonctions ne sont pas exercées par l'entité autorisée elle-même et sont dès lors soumises à un contrôle. Le fait de déléguer peut être un moyen efficace d'exercer certaines fonctions ou de mener certaines activités. Cela étant, la délégation n'est pas sans risque et doit faire l'objet d'une surveillance appropriée.

Directive concernant les marchés d'instruments financiers (*Markets in Financial Instruments Directive – MiFID*): cadre juridique institué par l'UE pour réglementer les marchés financiers et améliorer la protection des investisseurs. La directive initiale a été remplacée par la MiFID II en 2018.

Écoblanchiment: processus consistant à donner une fausse impression ou à fournir des informations trompeuses à propos de la manière dont les produits d'une entreprise sont plus respectueux de l'environnement.

Évaluation (ou enquête) mystère: méthode d'évaluation/d'enquête clandestine utilisée par les autorités nationales compétentes (ou par les sociétés d'études de marché auxquelles elles ont pu faire appel) afin de mesurer la qualité du service clientèle fourni et/ou de recueillir des informations sur des produits et services financiers et sur le comportement des intermédiaires financiers à l'égard des consommateurs.

Fonds coté: type de titre qui suit un **indice**, un secteur, une matière première ou un autre actif, mais qui peut être acheté ou vendu en bourse.

Fonds d'investissement alternatif (FIA): tout fonds d'investissement non couvert par la directive de l'UE sur les OPCVM et tombant donc sous le coup de la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (directive GFIA). Il s'agit notamment des fonds spéculatifs, des fonds de capital-risque, des fonds de capital-investissement et des fonds immobiliers.

Fonds monétaire: fonds investissant dans la dette à court terme.

Fonds spéculatif: type de fonds d'investissement alternatif cherchant à obtenir un rendement positif en utilisant des stratégies d'investissement plus souples, souvent en recourant à l'effet de levier (c'est-à-dire à l'emprunt pour accroître l'exposition de l'investissement et donc le risque), à la vente à découvert et à d'autres pratiques d'investissement spéculatives qui ne sont pas souvent utilisées par les autres types de fonds.

Gestionnaire de fonds: organisme ou personne chargé(e) de mettre en œuvre une stratégie d'investissement et de gérer un portefeuille d'investissements liés à un instrument financier.

Incitations: paiements effectués à un tiers pour la fourniture de services.

Indicateur de performance clé: mesure quantifiable destinée à rendre compte de la performance au regard d'objectifs stratégiques.

Intermédiaire financier: entité mettant en relation le gestionnaire de fonds d'un instrument financier et les bénéficiaires finals.

Organisme de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM): instrument d'investissement qui permet de mutualiser les capitaux d'investisseurs et de les investir collectivement au travers d'un portefeuille d'instruments financiers tels que des actions, des obligations et d'autres titres. Les OPCVM font l'objet d'une directive de l'UE, et leurs parts peuvent être proposées publiquement aux investisseurs de détail dans toute l'UE sur la base d'une autorisation unique délivrée par un État membre.

Passeport de commercialisation: passeport permettant de commercialiser les OPCVM et les FIA agréés par l'autorité nationale compétente (ANC) d'un État membre de l'UE dans d'autres États membres de l'UE sur une base transfrontalière sans nécessiter d'autorisation de la part des ANC de ces derniers. Si le passeport de commercialisation relatif aux OPCVM autorise une commercialisation aux investisseurs institutionnels et de détail, celui des FIA est limité à une commercialisation aux seuls investisseurs professionnels. Comme pour le passeport de gestion, la procédure d'autorisation est remplacée par une procédure de notification entre les ANC des différents États membres de l'UE.

Passeport de gestion: passeport permettant à une société de gestion d'OPCVM ou à un gestionnaire de FIA agréés dans un État membre d'exercer ses activités dans d'autres États membres de l'UE, soit au titre de la libre prestation de services, soit par la création d'une succursale. Étant donné que cette activité transfrontalière fait l'objet d'une procédure de notification entre les autorités nationales compétentes des États membres concernés, le gestionnaire de fonds n'est pas soumis à une nouvelle procédure d'autorisation.

Principes de l'OICV: principes établis par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV). Ils s'appuient sur trois objectifs de la réglementation relative aux valeurs mobilières: protéger les investisseurs, veiller à ce que les marchés soient équitables, efficaces et transparents, et réduire les risques systémiques.

Procédure d'infraction: procédure par laquelle la Commission engage des poursuites à l'encontre d'un État membre de l'UE qui manque aux obligations qui lui incombent en vertu du droit de l'Union.

Rachat: échange d'une participation à un fonds contre des liquidités.

Risque systémique: risque de perturbation dans le système financier susceptible d'avoir de graves répercussions sur le marché intérieur et l'économie en général.

Test de résistance prudentiel: test de résistance réalisé par l'autorité de surveillance;

Test de résistance: exercice de simulation pour évaluer la capacité d'un établissement financier à résister à différents scénarios de crise.

Transposition du droit de l'Union: procédure par laquelle les États membres de l'Union intègrent les directives de l'UE dans leur droit national afin d'en rendre les objectifs, les exigences et les délais directement applicables.

Véritable fonds transfrontalier: au départ, fonds commercialisé dans cinq pays au moins. Ce nombre est ensuite passé à trois.

Réponses de la Commission et de l'AEMF

<https://www.eca.europa.eu/fr/Pages/DocItem.aspx?did=60837>

Calendrier

<https://www.eca.europa.eu/fr/Pages/DocItem.aspx?did=60837>

Équipe d'audit

Les rapports spéciaux de la Cour présentent les résultats de ses audits relatifs aux politiques et programmes de l'Union ou à des questions de gestion concernant des domaines budgétaires spécifiques. La Cour sélectionne et conçoit ces activités d'audit de manière à maximiser leur impact en tenant compte des risques pour la performance ou la conformité, du niveau des recettes ou des dépenses concernées, des évolutions escomptées ainsi que de l'importance politique et de l'intérêt du public.

L'audit de la performance objet du présent rapport a été réalisé par la Chambre IV (Réglementation des marchés et économie concurrentielle), présidée par Mihails Kozlovs, Membre de la Cour. L'audit a été effectué sous la responsabilité de Rimantas Šadžius, Membre de la Cour, assisté de: Mindaugas Pakštys, chef de cabinet; Matthias Blaas, attaché de cabinet; Paul Stafford, manager principal; Eddy Struyvelt, chef de mission; Jörg Genner, Mirko Gottmann, Helmut Kern, Anna Ludwikowska et Nadiya Sultan, auditeurs. L'assistance linguistique a été fournie par Mark Smith.



Rimantas Šadžius



Ioanna Metaxopoulou



Mindaugas Pakštys



Matthias Blaas



Paul Stafford



Eddy Struyvelt



Mirko Gottmann



Helmut Kern



Anna Ludwikowska



Nadiya Sultan

DROITS D'AUTEUR

© Union européenne, 2022.

La politique de réutilisation de la Cour des comptes européenne est régie par la [décision n° 6-2019 de la Cour des comptes européenne](#) sur la politique d'ouverture des données et la réutilisation des documents.

Sauf indication contraire (par exemple dans une déclaration distincte concernant les droits d'auteur), le contenu des documents de la Cour, qui appartient à l'UE, fait l'objet d'une [licence Creative Commons Attribution 4.0 International \(CC BY 4.0\)](#). Cela signifie que vous pouvez en réutiliser le contenu à condition de mentionner la source et d'indiquer les modifications que vous avez apportées. Le réutilisateur a l'obligation de ne pas altérer le sens ou le message initial des documents. La Cour des comptes européenne ne répond pas des conséquences de la réutilisation.

Vous êtes tenu(e) d'acquiescer des droits supplémentaires si un contenu spécifique représente des personnes physiques identifiables, comme par exemple sur des photos des agents de la Cour, ou contient des travaux de tiers. Lorsque l'autorisation a été obtenue, elle annule et remplace l'autorisation générale susmentionnée et doit clairement indiquer toute restriction d'utilisation.

Pour utiliser ou reproduire des contenus qui n'appartiennent pas à l'UE, vous pouvez être amené(e) à demander l'autorisation directement aux titulaires des droits d'auteur.

Les logiciels ou documents couverts par les droits de propriété industrielle tels que les brevets, les marques, les modèles déposés, les logos et les noms sont exclus de la politique de réutilisation de la Cour des comptes européenne et aucune licence ne vous est accordée à leur égard.

La famille de sites internet institutionnels de l'Union européenne relevant du domaine europa.eu fournit des liens vers des sites tiers. Étant donné que la Cour n'a aucun contrôle sur leur contenu, vous êtes invité(e) à prendre connaissance de leurs politiques respectives en matière de droits d'auteur et de protection des données.

Utilisation du logo de la Cour des comptes européenne

Le logo de la Cour des comptes européenne ne peut être utilisé sans l'accord préalable de celle-ci.

PDF	ISBN 978-92-847-7536-1	ISSN 1977-5695	doi:10.2865/249	QJ-AB-22-029-FR-N
HTML	ISBN 978-92-847-7501-9	ISSN 1977-5695	doi:10.2865/257099	QJ-AB-22-029-FR-Q

Les fonds d'investissement jouent un rôle essentiel dans l'union européenne des marchés des capitaux en aidant les investisseurs à placer leur argent de manière efficiente. Nous avons évalué l'adéquation du cadre réglementaire, les efforts de l'UE pour mettre en place une surveillance efficace et similaire dans l'ensemble des États membres, ainsi que la protection offerte aux investisseurs et les travaux réalisés pour garantir la stabilité financière.

Nous avons constaté que les actions de l'UE ont permis d'établir un marché unique pour les fonds d'investissement, mais qu'elles n'ont pas encore produit les résultats escomptés, étant donné que les véritables activités transfrontalières et les avantages pour les investisseurs restent limités. La surveillance des fonds ainsi que de la protection des investisseurs manquent de cohérence et d'efficacité. Nous recommandons de réviser le cadre juridique, de rendre les travaux de convergence plus efficaces, de mieux protéger les investisseurs et de simplifier le cadre de déclaration.

Rapport spécial de la Cour des comptes européenne présenté en vertu de l'article 287, paragraphe 4, deuxième alinéa, du TFUE.



COUR DES
COMPTES
EUROPÉENNE



Office des publications
de l'Union européenne

COUR DES COMPTES EUROPÉENNE
12, rue Alcide De Gasperi
1615 Luxembourg
LUXEMBOURG

Tél. +352 4398-1

Contact: eca.europa.eu/fr/Pages/ContactForm.aspx
Site web: eca.europa.eu
Twitter: @EUAuditors