COMMISSION
EUROPÉENNE

Bruxelles, le 10.6.2020
COM(2020) 232 final

RAPPORT DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN ET AU CONSEIL

évaluant l'application et le champ d'application de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs

TABLE DES MATIÈRES

1. INTRODUCTION 3

1.1 Contexte 3

1.2 Base juridique 3

1.3 Méthodologie et processus de consultation 4

2. ÉVALUATION DE L'APPLICATION ET DU CHAMP D'APPLICATION DE LA DIRECTIVE GFIA 5

2.1 Incidence sur les FIA et les gestionnaires de FIA 5

2.2 Incidence sur les investisseurs 7

2.3 Incidence sur le suivi et l'évaluation du risque systémique 8

2.4 Incidence des règles sur le capital-investissement et sur l'investissement dans des pays en développement ou à leur profit 10

ABRÉVIATIONS

FIA	Fonds d'investissement alternatif
GFIA	Gestionnaire de fonds d'investissement alternatif
Directive GFIA	Directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (aussi dénommée «directive AIFM»)
ASG	Actifs sous gestion
CLO	Obligation adossée à des prêts (*Collateralised Loan Obligation*)
UMC	Union des marchés des capitaux
CRD	Directive sur les exigences de fonds propres (*Capital Requirements Directive*)
DCT	Dépositaire central de titres
DG FISMA	Direction générale de la stabilité financière, des services financiers et de l'union des marchés des capitaux
BCE	Banque centrale européenne
EGESC	Groupe d'experts du Comité européen des valeurs mobilières (ESC)
ELTIF	Fonds européen d'investissement à long terme
AEMF	Autorité européenne des marchés financiers
CERS	Comité européen du risque systémique
UE	Union européenne
EuVECA	Fonds de capital-risque européen (*European Venture Capital Fund*)
CSF	Conseil de stabilité financière
IMSC	Comité permanent de l'AEMF sur les services de gestion de portefeuille
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs
VNI	Valeur nette d'inventaire (*NAV, Net Asset Value*)
ANC	Autorité nationale compétente
RNPP	Régime national de placement privé
MiFID	Directive concernant les marchés d'instruments financiers
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières

1. INTRODUCTION

1.1 Contexte

La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs[1] (ci-après la «directive GFIA» ou la «directive») a été adoptée à la suite de la crise financière mondiale, qui avait mis en évidence certaines faiblesses des marchés financiers internationaux et de leur réglementation[2]. Les dirigeants du G20 se sont donc entendus sur la nécessité de réglementer davantage le secteur financier, afin de minimiser le risque et l'ampleur de nouvelles crises[3]. Cela incluait aussi le secteur de la gestion des investissements alternatifs, dans lequel il fallait renforcer la coordination de la surveillance prudentielle et accroître la transparence à l'égard des investisseurs. Pour soutenir les objectifs du G20, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) a publié des principes de haut niveau sur la réglementation des fonds spéculatifs, afin de guider l'élaboration de normes internationales dans ce domaine[4].

À la suite de l'adhésion du Conseil européen[5] à ces engagements internationaux, et à la lumière du rapport du Parlement européen[6], la Commission européenne (ci-après la «Commission») a publié une proposition de cadre réglementaire régissant les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs[7]. La directive GFIA a été adoptée le 8 juin 2011. À la suite de sa transposition dans les ordres juridiques nationaux, elle est entrée en application le 22 juillet 2013[8].

La directive GFIA a pour but d'instaurer une approche cohérente de la surveillance des risques pesant sur le système financier, d'assurer un niveau élevé de protection aux investisseurs et de faciliter l'intégration des marchés de fonds d'investissement alternatifs (FIA) de l'UE[9]. Elle impose aux GFIA de prendre des mesures pour gérer leurs risques et garantir toute la transparence voulue sur l'activité des FIA qu'ils gèrent et leur permet, avec un agrément unique, de gérer de tels fonds et de les commercialiser auprès d'investisseurs professionnels dans toute l'Union[10].

1.2 Base juridique

[1] Directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) nº 1060/2009 et (UE) nº 1095/2010, JO L 174 du 1.7.2011, p. 1. (ci-après la «directive GFIA» ou la «directive»).

[2] Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, 30.4.2009, COM(2009) 207 final.

[3] Déclaration du sommet sur les marchés financiers et l'économie mondiale, Washington DC, 15 novembre 2008.

[4] Considérant 89 de la directive; OICV, «*Hedge Fund Oversight - Final Report*» (rapport final sur la surveillance des fonds spéculatifs), juin 2009.

[5] Conclusions du Conseil européen du 16 septembre 2010.

[6] Rapport du Parlement européen contenant des recommandations à la Commission sur les fonds alternatifs et les fonds de capital-investissement (A6-0338/2008) [rapport «Rasmussen»] et rapport du Parlement européen sur la transparence des investisseurs institutionnels (A6-0296-2008) [rapport «Lehne»]; Rapport du groupe à haut niveau sur la surveillance financière dans l'Union européenne, 25 février 2009, p. 25.

[7] Voir la note 2 supra.

[8] Le dernier État membre à avoir transposé la directive a achevé de le faire fin 2015.

[9] Considérants 2 à 4 et 94 de la directive GFIA.

[10] Article 32, paragraphe 1, de la directive.

Le présent rapport est établi conformément à l'article 69 de la directive GFIA, qui impose à la Commission de réexaminer l'application et le champ d'application de cette directive, en mettant l'accent sur l'expérience acquise dans ce cadre. Son incidence sur les investisseurs, les FIA et les gestionnaires de FIA dans l'Union et dans des pays tiers doit être évaluée afin de déterminer dans quelle mesure ses objectifs ont pu être atteints.

Par le présent rapport, la Commission s'acquitte du mandat de fournir au Parlement européen et au Conseil une évaluation du fonctionnement de la directive. En outre, le rapport réexamine les méthodes de calcul de l'effet de levier, comme l'exige l'article 6 du règlement délégué de la Commission (UE) nº 231/2013 (le «règlement GFIA»), qui complète la directive[11]. Le document de travail des services de la Commission [SWD(2020)110: «*Commission Staff Working Document Assessing the application and the scope of Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers*» (document de travail des services de la Commission évaluant l'application et le champ d'application de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs)] fournit des informations complémentaires sur ses conclusions. Un rapport indépendant de KPMG a également été publié[12].

1.3 Méthodologie et processus de consultation

Pour évaluer l'impact de la directive, la Commission a chargé un contractant externe – KPMG[13] – de réaliser une enquête générale et de produire une étude basée sur des éléments concrets[14].

Cette étude empirique couvrait 15 États membres de l'UE[15]. Elle examinait si les différentes dispositions de la directive étaient efficaces, efficientes, cohérentes et pertinentes et allaient dans le sens des mesures prises par l'UE pour atteindre les objectifs généraux, spécifiques et opérationnels visés par la directive[16].

Dans ce rapport, les constatations de KPMG sont complétées par des informations provenant d'autres sources, notamment des actualisations de données et des informations obtenues dans le cadre de divers

[11] Règlement délégué (UE) nº 231/2013 de la Commission du 19 décembre 2012 complétant la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les dérogations, les conditions générales d'exercice, les dépositaires, l'effet de levier, la transparence et la surveillance, JO L 83 du 22.3.2013, p. 1.
[12] Rapport sur le fonctionnement de la directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, disponible à l'adresse suivante: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190110-aifmd-operation-report_en.pdf] (Rapport KPMG).
[13] La société *KPMG Law Rechtsanwaltsgesellschaft mbH*, chef de file, a été secondée par les contractants *KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft*, Allemagne et *KPMG LLP*, Royaume-Uni, avec l'appui du réseau européen de KPMG.
[14] Cette enquête générale, qui s'est déroulée du 6 février 2018 au 29 mars 2018, a pris la forme d'un questionnaire en ligne. À cet effet, KPMG s'est appuyé sur la liste d'aspects à analyser établie à l'article 69, paragraphe 1, de la directive, à propos desquels il a invité les parties prenantes à lui faire part de leur expérience.
[15] L'Autriche, la Belgique, Chypre, la République tchèque, le Danemark, la France, l'Allemagne, la Hongrie, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, Malte, les Pays-Bas, l'Espagne et le Royaume-Uni. Ces États membres forment un bon échantillon du point de vue géographique et du point de vue de la diversité des tailles de leurs marchés pour les FIA, les GFIA ou les investisseurs.
[16] Voir la note 12 supra.

travaux menés par la Commission[17], par l'AEMF[18] et par le Comité européen du risque systémique (CERS)[19]. Les interactions qu'a eues la Commission avec les parties prenantes, notamment les autorités nationales compétentes (ANC), les représentants du secteur et les associations de protection des investisseurs, lors de consultations publiques et de réunions bilatérales et multilatérales, ont été prises en compte. Le rapport s'appuie aussi sur des publications universitaires et statistiques. Les rapports statistiques annuels de l'AEMF sur les FIA dans l'UE, par exemple, ont été particulièrement utiles pour la description des marchés de FIA de l'UE[20]. Des exemples précis de règles particulières de l'Union peu efficaces ont également été pris en compte.

Le 27 septembre 2019, la Commission a consulté le groupe d'experts du Comité européen des valeurs mobilières (EGESC), qui représente les États membres, pour obtenir un retour d'informations, dans les domaines technique et politique, sur des questions de fond concernant l'application et le champ d'application de la directive. Les membres de ce groupe d'experts ont été invités à transmettre leurs observations par écrit, et celles-ci sont prises en compte dans le présent rapport.

Le 22 octobre 2019, la Commission a présenté les principaux éléments du présent rapport au comité permanent de l'AEMF sur les services de gestion de portefeuille (IMSC) et lui a demandé des informations sur l'expérience acquise par les ANC dans le cadre de leur mission de surveillance.

2. ÉVALUATION DE L'APPLICATION ET DU CHAMP D'APPLICATION DE LA DIRECTIVE GFIA

La directive GFIA, qui constitue l'un des piliers de l'union des marchés des capitaux (UMC), permet un meilleur suivi des risques pesant sur le système financier et facilite la levée de fonds transfrontière pour l'investissement dans des actifs alternatifs. Elle a joué un rôle important dans la création d'un marché intérieur pour les FIA et dans le renforcement du cadre de réglementation et de surveillance des gestionnaires de ces fonds dans l'Union. Ces gestionnaires font maintenant preuve d'une plus grande transparence à l'égard des investisseurs et des autorités de surveillance.

[17] Réponses à l'appel à contributions de la Commission sur le cadre réglementaire des services financiers de l'UE, réponses à la consultation de la Commission sur la distribution transfrontière de fonds (OPCVM, FIA, ELTIF, EuVECA et EuSEF) dans l'UE.

[18] Avis de l'AEMF adressé au Parlement européen, au Conseil et à la Commission, et réponses à l'appel à contributions sur le fonctionnement du passeport de l'UE prévu par la directive GFIA et sur le fonctionnement des régimes nationaux de placement privé, 30 juillet 2015, ESMA/2015/1235; Étude thématique de l'AEMF réalisée auprès des autorités nationales compétentes sur les cadres de notification et les responsabilités des États membres d'origine et d'accueil dans le cadre des directives OPCVM et GFIA, 7 avril 2017, ESMA34-43-340. Avis de l'AEMF sur la ségrégation des actifs et les services de conservation, 20 juillet 2017, ESMA34-45-277; *Annual Statistical Report EU Alternative Investment Funds 2019*, 21.1.2019, ESMA50-165-748 (rapport statistique 2019 de l'AEMF) et *Annual Statistical Report EU Alternative Investment Funds 2020*, 10.1.2020, ESMA50-165-1032 (rapport statistique 2020 de l'AEMF).

[19] Recommandation du Comité européen du risque systémique du 7 décembre 2017 sur le risque de liquidité et d'effet de levier dans les fonds d'investissement, CERS/2017/6, JO C 151 du 30.4.2018, p. 1. Lettre du CERS à la DG FISMA du 3 février 2020 sur ses considérations relatives à la directive GFIA.

[20] *Annual Statistical Report EU Alternative Investment Funds 2019*, 21.1.2019, ESMA50-165-748 (rapport statistique 2019 de l'AEMF) et *Annual Statistical Report EU Alternative Investment Funds 2020*, 10.1.2020, ESMA50-165-1032 (rapport statistique 2020 de l'AEMF).

2.1 Incidence sur les FIA et les gestionnaires de FIA

Le marché des FIA de l'UE suit en effet une trajectoire de croissance ininterrompue, à en juger par le volume d'actifs nets des FIA et d'actifs sous gestion, et par l'activité transfrontière non négligeable de leurs gestionnaires. Depuis l'adoption de la directive, en 2011, le volume total des actifs nets des FIA a plus que doublé, puisqu'il est passé de 2 300 à 5 900 milliards d'EUR[21]. La distribution transfrontière de FIA a pratiquement doublé entre juin 2017 et octobre 2019, passant de 3 % à 5,8 % du volume de ces fonds[22]. Ces chiffres confirment le rôle important du passeport mis en place pour les GFIA. Selon la majorité des gestionnaires, des pouvoirs publics et des investisseurs institutionnels qui ont répondu à l'enquête générale, la directive GFIA a amélioré l'accès aux marchés nationaux, même si 34 % ont aussi fait état d'un allongement des délais de commercialisation[23].

Le présent rapport constate que l'efficacité du passeport mis en place pour les gestionnaires de FIA de l'UE pâtit d'une surrèglementation au niveau national, de divergences entre les règles de commercialisation nationales[24], des interprétations variables que les autorités de surveillance nationales font de la directive[25] et, enfin, de son champ d'application limité. Les GFIA de taille modeste qui ne peuvent respecter toutes les exigences de la directive doivent renoncer à lever des capitaux dans d'autres États membres, ou surmonter d'importants obstacles pour accéder à ces marchés. En outre, ce passeport ne les autorise à commercialiser les fonds qu'auprès d'investisseurs professionnels, ce qui restreint encore leurs possibilités d'exercer des activités dans d'autres États membres, puisque le démarchage d'investisseurs semi-professionnels ou de détail n'est possible que dans le cadre de réglementations nationales variables (et souvent restrictives). La distribution de fonds alternatifs est soumise aux règles de la directive MiFID II[26], qui établissent une distinction entre les investisseurs de détail et les investisseurs professionnels; toute modification apportée aux définitions des types d'investisseurs dans la directive GFIA doit donc tenir compte des interactions entre les dispositions applicables de ces deux directives.

Les FIA sont proposés aux investisseurs de détail par les banques et les entreprises d'assurance. Ces intermédiaires financiers font surtout la promotion active de leurs propres fonds «maison», au lieu de proposer aussi une gamme plus large de FIA tiers[27]. Toutefois, la situation évolue avec l'augmentation de la part de marché des plateformes en ligne. Les travaux de la Commission dans le cadre de l'UMC sont actuellement axés sur l'amélioration de la distribution des produits d'investissement dans l'Union et sur le réexamen des obligations d'information. Les résultats de ces travaux auront aussi des conséquences sur les FIA et les gestionnaires de FIA établis dans des pays tiers, qui, à l'heure actuelle, ne peuvent

[21] EFAMA Fact Book 2019, p. 27.
[22] Morningstar, juin 2017 et Morningstar, octobre 2019.
[23] Voir la note 12 supra, p. 101.
[24] Voir la note 12 supra, pp. 74 et 114.
[25] Document de travail des services de la Commission: Analyse d'impact sur la distribution transfrontière des fonds communs de placement, SWD(2018) 54 final du 12.3.2018 [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-3132069_en#pe-2018-1277].
[26] Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE (JO L 173 du 12.6.2014, p. 349).
[27] Étude sur les systèmes de distribution des produits d'investissement de détail dans l'ensemble de l'Union européenne, avril 2018, p. 17: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180425-retail-investment-products-distribution-systems_en.pdf].

démarcher des investisseurs dans les différents États membres qu'en vertu de dispositions nationales appelées régimes nationaux de placement privé (RNPP).

Les acteurs concernés reconnaissent que les RNPP sont importants pour le développement du marché, dans la mesure où le passeport de GFIA pour les entités de pays tiers n'a pas été activé. Ils permettent en effet aux investisseurs des États membres qui appliquent ce type de régime d'accéder aux marchés internationaux de services financiers et de diversifier leurs investissements. Cependant, les RNPP diffèrent d'un État membre à l'autre et, surtout, n'imposent qu'un nombre très limité d'exigences parmi celles prévues par la directive, ce qui crée des conditions de concurrence inéquitables entre les GFIA, selon qu'ils sont établis dans l'UE ou dans des pays tiers. Certains États membres ont même complètement fermé leur marché aux entités de pays tiers. Certains États membres ont suggéré d'harmoniser davantage les RNPP, d'autres pensent qu'une meilleure solution consisterait à activer le passeport prévu par la directive pour les entités de pays tiers puis à supprimer progressivement les RNPP.

La Commission n'a pas évalué le fonctionnement du système de passeport prévu par la directive pour les pays tiers, puisqu'il n'a pas encore été activé et qu'il n'y a donc pas de données de marché à exploiter.

2.2 Incidence sur les investisseurs

L'évaluation détaillée effectuée dans le document de travail des services de la Commission montre que le régime applicable aux dépositaires, les règles en matière de conflits d'intérêts et les obligations d'information et de transparence sont autant de dispositifs qui protègent les intérêts des investisseurs et contribuent ainsi à leur donner confiance dans les marchés financiers. Les chiffres concernant les marchés font apparaître une augmentation des ventes de FIA et une participation accrue des investisseurs de détail dans plusieurs États membres[28]. Les activités transfrontières peuvent encore s'intensifier, compte tenu des règles adoptées récemment dans le contexte de l'UMC[29].

La mise en place d'un régime spécifique régissant les fonctions et la responsabilité des dépositaires s'est révélée efficace pour renforcer la protection des investisseurs[30]. Ce régime fonctionne bien, mais des clarifications ciblées pourraient être nécessaires en ce qui concerne les gestionnaires qui recourent à une gestion tripartite des collatéraux, ou les dépositaires centraux de titres (DCT) qui assurent des fonctions de conservation.

Surtout, l'absence de passeport pour les dépositaires est contraire à l'esprit du marché unique. En raison du choix limité de prestataires de services sur les marchés de taille réduite, l'on peut aussi craindre des risques de concentration, un seul dépositaire pouvant détenir les actifs de tous les FIA établis dans un État membre.

En ce qui concerne les règles d'évaluation, qui sont nécessaires pour calculer la part de chaque investisseur dans un FIA donné et contrôler les performances de ce dernier, la

[28] Voir la note 12 supra, p. 257.
[29] Directive (UE) 2019/1160 du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019 modifiant les directives 2009/65/CE et 2011/61/UE en ce qui concerne la distribution transfrontalière des organismes de placement collectif, JO L 188 du 12.7.2019, p. 106, et règlement (UE) 2019/1156 du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019 visant à faciliter la distribution transfrontalière des organismes de placement collectif et modifiant les règlements (UE) nº 345/2013, (UE) nº 346/2013 et (UE) nº 1286/2014, p. 55.
[30] Voir la note 12 supra, p. 94.

directive GFIA a discipliné et structuré le processus d'évaluation des actifs de ces fonds[31]. Il peut toutefois y avoir des problèmes liés au caractère binaire des règles d'évaluation, que les parties prenantes interprètent comme excluant l'intervention simultanée d'experts en évaluation internes et externes, ainsi qu'à des incertitudes quant à la responsabilité des experts externes, dont la définition relève du droit national. Les éléments recueillis ne sont cependant pas suffisants pour déterminer quelles dispositions de la directive GFIA relatives à la communication d'informations devaient être modifiées.

Même si elles représentent un certain coût pour le secteur, les règles de la directive GFIA relatives à la communication d'informations ont largement rempli leur objectif, à savoir permettre aux investisseurs de prendre des décisions d'investissement éclairées[32]. L'obligation de communiquer sur les conflits d'intérêts est particulièrement appréciée de ceux qui souhaitent investir dans des actifs alternatifs, puisqu'il s'agit là de l'une de leurs principales préoccupations[33]. Il ressort de l'analyse que la directive a renforcé la transparence autour des produits et services proposés[34]. Toutefois, elle n'a pas permis d'identifier les éléments éventuellement superflus parmi ces obligations de communication, dans la mesure où certains investisseurs professionnels demandent plus d'informations que celles prescrites par la directive.

2.3 Incidence sur le suivi et l'évaluation du risque systémique

Pour permettre de suivre et d'atténuer les risques macroprudentiels liés aux activités des gestionnaires de FIA, il est nécessaire d'identifier les entités concernées, afin de vérifier qu'elles se plient aux exigences de base à respecter pour pouvoir gérer leurs investissements collectifs de manière professionnelle et responsable, au profit des investisseurs. Aucun élément n'a permis de conclure que les seuils d'ASG (actifs sous gestion) définis par la directive, au-delà desquels les activités des gestionnaires de FIA peuvent présenter un risque systémique important, devaient être ajustés.

Les parties prenantes trouvent utiles les différents outils mis à la disposition des ANC pour assurer la stabilité financière, y compris la possibilité d'imposer des limites de levier à un gestionnaire[35] ou de suspendre les remboursements dans l'intérêt du public. Le CERS recommande de renforcer et d'harmoniser encore ces mesures[36]. Il recommande notamment de clarifier les rôles respectifs des ANC et les modalités de leur coopération dans les cas où une suspension des remboursements a des conséquences transfrontières[37]. Pour décider si une intervention sur les marchés financiers est nécessaire, les ANC doivent pouvoir évaluer les tendances du secteur des FIA et suivre l'évolution des menaces qui pèsent sur la stabilité financière, compte tenu des marchés sur lesquels se négocient ces fonds. C'est ce qui justifie les exigences de compte rendu prudentiel de la directive[38].

[31] Voir la note 12 supra, pp. 183 et 184.
[32] Voir la note 12 supra, p. 77.
[33] Alts Transparency: *Finding the Right Balance* [https://www.northerntrust.com/documents/campaign-landing/cis/2017/alt-transparency.pdf].
[34] Voir la note 12 supra, p. 210.
[35] Article 25 de la directive GFIA.
[36] Voir la note 19 supra.
[37] Comme prévu par l'article 46 de la directive.
[38] Annexe IV du règlement GFIA.

Il se confirme que ces exigences de compte rendu prudentiel sont nécessaires pour que les autorités de surveillance puissent suivre, dans tous les secteurs et par-delà les frontières, l'évolution des risques qui pèsent sur le système financier. Toutefois, une analyse plus approfondie montre qu'il faudrait envisager de les simplifier, sans faire abstraction des frais irrécupérables déjà engagés par les gestionnaires de FIA qui s'y sont conformés. Il existe aussi des chevauchements avec d'autres dispositions législatives de l'Union, comme les obligations de rapport à la BCE à des fins statistiques, chevauchements qui pourraient éventuellement plaider pour une adaptation du modèle de compte rendu actuellement prévu par le règlement sur les gestionnaires de FIA.

L'on observe une tendance au développement des prêts non bancaires, qui suscite des préoccupations en termes de stabilité financière[39]. L'on manque actuellement d'informations détaillées sur certaines catégories d'actifs comme les prêts à effet de levier et les obligations adossées à des prêts (CLO), ainsi que d'informations sur les liens indirects entre banques et établissements non bancaires, alors qu'elles sont utiles pour la surveillance macroprudentielle. Plusieurs parties prenantes ont demandé à la Commission de réévaluer l'opportunité de définir des normes communes pour les FIA qui accordent des prêts[40].

En ce qui concerne les méthodes de calcul de l'effet de levier, en principe, la méthode brute et la méthode de l'engagement, telles qu'elles sont actuellement définies dans le règlement GFIA, sont jugées adaptées par bon nombre de parties prenantes[41]. Il pourrait néanmoins être nécessaire de procéder à des adaptations, d'après les conclusions des travaux du Conseil de stabilité financière (CSF) et de l'OICV[42] dans ce domaine, qui portent sur la communication de données, et d'après les recommandations du CERS sur l'amélioration des mesures d'évaluation des risques macroprudentiels[43].

Le suivi du risque systémique et la surveillance du secteur des FIA requièrent une coopération efficace en matière de surveillance. La directive GFIA définit des règles concernant les compétences des ANC et leur interaction avec l'AEMF, qui joue un rôle important. La directive fournit le cadre nécessaire à la coopération des ANC, mais l'efficacité de ces règles n'a pas encore été mise à l'épreuve.

D'un autre côté, l'AEMF joue un rôle central dans la convergence des normes applicables aux gestionnaires de FIA sur le marché intérieur, en coordonnant les positions des ANC. Une plus grande convergence dans la mise en œuvre et l'application de la directive pourrait être obtenue par l'harmonisation des formulaires et des processus et par la gestion centrale des bases de données par l'AEMF. Comme l'expliquent les services de la Commission dans l'évaluation détaillée qui figure dans leur document de travail, la définition d'orientations ou de lignes directrices a aussi fait la preuve de son utilité pour assurer une mise en œuvre et une

[39] Les établissements financiers non bancaires jouent un rôle de plus en plus important sur les marchés des prêts à effet de levier et des CLO. Voir à ce sujet le rapport du CSF intitulé *Vulnerabilities associated with leveraged loans and collateralised loan obligations (CLOs)*, PLEN/2019/91-REV, 22 novembre 2019.
[40] Réunion du groupe d'experts du Comité européen des valeurs mobilières (EGESC) du 27 septembre 2019.
[41] Voir la note 12 supra, pp. 171 et 172. Voir le chapitre II, section 2, du règlement sur les gestionnaires de FIA.
[42] CSF: *FSB Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, 12 janvier 2017; Rapport final de l'OICV: *Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes*, février 2018.
[43] Voir la note 19 supra.

application uniformes de la directive dans l'Union. C'est le cas, par exemple, des orientations de l'AEMF relatives aux politiques de rémunération des gestionnaires de FIA[44].

Des dispositions sur les rémunérations ont été incluses dans la directive afin de promouvoir une gestion saine et efficace des risques, en subordonnant les incitations financières à des performances durables[45]. Une diminution de la composante variable des rémunérations au profit de leur composante fixe a été signalée[46], et elle semble avoir accru l'aversion au risque dans le secteur de la gestion de placements collectifs alternatifs et renforcé la prise de conscience générale de ce qui constitue un bon système de rémunération[47]. Malgré cette tendance, certaines parties prenantes ont demandé que les règles de rémunération de la directive soient alignées sur les régimes similaires prévus par d'autres législations sectorielles, comme la directive sur les exigences de fonds propres (CRD) dans sa version récemment modifiée[48]. Cette dernière précise les établissements et les rémunérations qui, en raison respectivement de leur petite taille ou de leur faible niveau, peuvent être exemptés des exigences concernant le report de la rémunération variable.

2.4 Incidence des règles sur le capital-investissement et sur l'investissement dans des pays en développement ou à leur profit

Les dispositions de la directive GFIA relatives aux comptes rendus prudentiels, aux dépositaires, à la gestion des risques et aux rémunérations ne tiennent pas explicitement compte de toutes les spécificités de la gestion du capital-investissement. Les obligations de transparence qui s'appliquent lorsqu'un fonds de capital-investissement acquiert une participation de contrôle dans une entreprise non cotée, et les dispositions contre le démembrement des actifs, ne constituent pas une charge excessive, mais il n'a pas été possible d'en établir la valeur ajoutée, les données disponibles étant insuffisantes.

Les gestionnaires de fonds de capital-investissement dont la taille du portefeuille ne correspond pas aux paramètres réglementaires de la directive GFIA ou du règlement EuVECA[49] se heurtent à d'importants obstacles lorsqu'ils souhaitent commercialiser leurs fonds dans d'autres États membres[50]. Certains en concluent que l'on pourrait modifier la directive GFIA afin de mieux prendre en compte le secteur du capital-investissement, en supprimant certaines charges inutiles et en cherchant des moyens plus efficaces de protéger les sociétés non cotées ou les émetteurs non cotés.

Les éléments manquent pour cerner les effets de la directive GFIA sur l'investissement dans les pays en développement ou à leur profit. Cela étant, l'on n'y relève pas de restrictions réglementaires susceptibles d'empêcher de tels investissements.

[44] AEMF: «Orientations relatives aux politiques de rémunération applicables aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs», 3 juillet 2013, ESMA/2013/232.
[45] Différents éléments confirment qu'elles ont effectivement poussé les agents ciblés à se montrer prudents face aux risques.
[46] Voir la note 12 supra, pp. 188 et 189.
[47] Voir la note 12 supra, p. 192.
[48] Directive (UE) 2019/878 du Parlement européen et du Conseil du 20 mai 2019 modifiant la directive 2013/36/UE en ce qui concerne les entités exemptées, les compagnies financières holding, les compagnies financières holding mixtes, la rémunération, les mesures et pouvoirs de surveillance et les mesures de conservation des fonds propres, JO L 150 du 7.6.2019, p. 253.
[49] Règlement (UE) nº 345/2013 du Parlement européen et du Conseil du 17 avril 2013 relatif aux fonds de capital-risque européens.
[50] Réunions bilatérales avec les parties prenantes.

Conformément à la directive GFIA, après avoir remis le présent rapport aux colégislateurs de l'UE, la Commission devra, si nécessaire, formuler des propositions pouvant consister en modifications de la directive. La Commission examine encore la nécessité de nouvelles propositions dans ce domaine.

Il convient aussi de rappeler les autres mesures législatives que l'UE a prises récemment dans le secteur de la gestion d'actifs. Le paquet relatif à la distribution transfrontière de fonds d'investissement a été adopté, entre autres, pour accroître la transparence concernant les commissions de réglementation perçues par les ANC pour le traitement des notifications des fonds alternatifs et concernant les règles de commercialisation nationales[51]. Les exigences de ségrégation des actifs applicables en cas de délégation de fonctions de garde à un tiers ont été rationalisées par les modifications récentes du règlement délégué (UE) 231/2013 de la Commission[52]. La CRD a été modifiée de manière à ce que les gestionnaires de FIA appartenant à un même groupe d'entreprises ou à un même conglomérat appliquent les règles de rémunération de la directive GFIA, et ne se retrouvent donc pas soumis à plusieurs réglementations relatives à différents intermédiaires financiers[53]. Le règlement de l'UE sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers garantira la cohérence des différents cadres réglementaires de l'UE[54]. Le règlement relatif aux fonds de capital-risque européens (EuVECA), qui a été modifié récemment, permet désormais aux gestionnaires d'organismes de placement collectif agréés en vertu de la directive GFIA d'utiliser la dénomination «EuVECA», et élargit leurs possibilités d'investissement[55].

Toutefois, de nouvelles mesures pourraient devoir être prises au niveau de l'Union sur les autres questions soulevées dans le présent rapport, afin d'approfondir le marché des fonds d'investissement alternatifs de l'UE et de pouvoir réagir aux évolutions technologiques, de manière à ce que le cadre légal mis en place par la directive GFIA reste adapté à ses objectifs.

[51] Voir la note 29 supra.
[52] Règlement délégué (UE) 2018/1618 de la Commission du 12 juillet 2018 modifiant le règlement délégué (UE) nº 231/2013 en ce qui concerne les obligations des dépositaires en matière de garde, JO L 271 du 30.10.2018, p. 1.
[53] Voir la note 48 supra.
[54] Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, JO L 317 du 9.12.2019, p. 1.
[55] Règlement (UE) 2017/1991 du Parlement européen et du Conseil du 25 octobre 2017 modifiant le règlement (UE) nº 345/2013 relatif aux fonds de capital-risque européens et le règlement (UE) nº 346/2013 relatif aux fonds d'entrepreneuriat social européens, JO L 293 du 10.11.2017, p. 1.