

Communiqué de presse

**Better Finance aide les épargnants à identifier les fonds potentiellement faussement actifs (appelés « closet index funds ») et appelle les instances régulatrices à approfondir leurs investigations :**

**Better Finance a répliqué l'étude de l'ESMA (l'Autorité Européenne des marchés financiers) sur le « closet indexing » et a identifié jusqu'à 165 OPCVM qui pourraient potentiellement être des fonds faussement actifs (Closet indexers).**

12 février 2017

**Better Finance publie les résultats de son étude répliquant l'étude quantitative d'ESMA.**

Dans son étude publiée en 2016 ( voir en Annexe 3 ) , l'ESMA avait refusé de publier les noms des fonds identifiés comme étant " potentiellement des « *closet indexing funds* », laissant les investisseurs dans l'incertitude. C'est pourquoi Better Finance a décidé de répliquer l'étude d'ESMA de la manière la plus proche possible en utilisant la même méthode d'analyse quantitative, afin de rendre publique la liste des fonds sélectionnés par ESMA (voir en annexe). Cet échantillon inclut ceux qui sont potentiellement des « *closet indexers* » selon l'ESMA et aussi les fonds- plus nombreux- qui n'ont pas été analysés par ESMA du fait de données manquantes. Better Finance a utilisé la mêmes source que celle utilisée par l'ESMA, c'est à dire la base de données *Morningstar*.

En Décembre 2016, Better Finance a reproduit l'étude d'ESMA réalisée en 2015 et a pu obtenir un échantillon de 2.332<sup>1</sup> fonds OPCVM en utilisant les critères d'échantillonnage de l'ESMA.

Better Finance les a classé en quatre catégories:

- 6% (soit 147 fonds) n'indiquent pas d'indice de référence dans leurs prospectus selon Morningstar. Cette absence rend impossible la fourniture des mesures utilisées par ESMA pour identifier les fonds faussement actifs, c'est-à-dire « l'active share », « l'écart de suivi » et « le coefficient de corrélation » (voir définitions en annexe 3). Par exemple, 5.7% des fonds domiciliés au Luxembourg n'indiquent pas d'indice de référence, 12.2% en Irlande, 1.5% au Royaume Uni et 5.3% en France.

---

<sup>1</sup> Better Finance a utilisé les mêmes critères d'échantillonnage que ceux utilisé par l'ESMA. Cependant, dans notre étude, le nombre de fonds analysés est légèrement inférieur. Cette différence s'explique très probablement par l'évolution de la base de données Morningstar depuis la publication de l'étude d'ESMA ( certains fonds ont été clôturés, fusionnés, ou ne répondent plus aux critères d'échantillonnage).

- 50% (soit 1,172 fonds) indiquent un indice de référence mais ne fournissent apparemment pas assez d'informations pour que Morningstar puisse calculer les mesures quantitatives choisies par l'ESMA. Par exemple, 34.1% des fonds domiciliés au Luxembourg indiquent leurs indices de référence mais ne divulguent pas leur « active share », leur écart de suivi ou leur coefficient de corrélation dans la base de données de Morningstar, 36.1% en Irlande, 60.8% au Royaume-Uni et 64.0% en France.

Au total, 57% de ces fonds d'investissements OPCVM échappent à toute investigation du fait de ce manque d'informations dans la base de données Morningstar. Seule une minorité de ces fonds d'investissements OPCVM (43%) peut être analysée en suivant la méthodologie et la source utilisées par ESMA:

- 36% (soit 848 fonds) sur la totalité des fonds étudiés sont suffisamment transparents (en ce qui concerne les mesures d'ESMA dans la base de données de Morningstar) et- sur la base de ces mesures- semblent être réellement actifs.
- Jusqu'à 7% de la totalité de ces fonds et jusqu'à 16% des fonds suffisamment transparents présentent des caractéristiques les désignant comme étant potentiellement des " closet index funds" selon ESMA (avec une « active share » inférieure à 60% et un écart de suivi inférieur à 4%). Par exemple, 46.4% de ces fonds sont domiciliés au Luxembourg, 8.4% en Irlande, 7.2% au Royaume-Uni et 15.7% en France.

### **Autres découvertes inquiétantes de Better Finance (détails en annexe 2)**

Une étude complémentaire sur les documents publics pour les investisseurs a révélé que plus du tiers (34%; soit 21 fonds sur 62) des fonds ayant le potentiel le plus élevé d'être des « closet indexers » selon l'ESMA (« active share » inférieure à 50%, écart de suivi inférieur à 3% et coefficient de corrélation supérieur à 0.95)<sup>2</sup> ne publient pas la performance de leur indices de référence en même temps que leur propre performance dans le DICI<sup>3</sup>. Cela semble contraire à la réglementation européenne et rend impossible pour les épargnants l'évaluation de la performance relative de ces fonds relativement à leur indice de référence.

Par ailleurs, une majorité de ces fonds semble avoir sous-performé leur indice de référence ces cinq dernières années. Better Finance n'a pas comparé leurs performances avec celles des fonds indiciaires à faibles coûts (tel que les ETF- fonds cotés en bourse) utilisant le même indice.

---

<sup>2</sup> ESMA a identifié 3 "classifications" de fonds potentiellement closet indexers. Classification de la plus large à la plus étroite :

- Classe 1: AS < 60%, TE < 4%
- Classe 2: AS < 50%; TE < 3%
- Classe 3: AS < 50%, TE < 3%, R<sup>2</sup> > 95%

<sup>3</sup> DICI (KIID en anglais) : Document d'Informations Clé pour l'Investisseur - cette publication standardisée est obligatoire pour tous les OPCVM.

## Appel à plus de transparence de la part des gestionnaires de fonds et des autorités régulatrices

Better Finance appelle les autorités nationales et les gestionnaires de fonds à fournir des explications concernant les frais de « gestion active » (allant de 0.75% à 3.00% par an) facturés aux investisseurs dans ces fonds potentiellement faussement actifs (selon l'ESMA), au lieu de frais tels que ceux appliqués par les fonds indiciels ETF - en général entre 0.05% et 0.30%.

Better Finance appelle aussi l'ESMA et les autorités nationales à obtenir une transparence nettement accrue sur les mesures quantitatives des fonds et qu'ils étendent leurs investigations à la majorité des fonds actifs domiciliés dans l'Union européenne, incluant ceux qui n'ont pas été analysés par l'ESMA, tels que :

- La majorité des fonds d'action OPCVM (exclus de l'étude d'ESMA) :
  - Ceux qui n'incluent pas d'indice de référence dans leurs prospectus (soit 147 fonds selon notre étude)
  - Et ceux qui incluent un indice de référence mais pour lesquels Morningstar n'a pu calculer leur "active share" et/ou leur écart de suivi (soit 1,172 fonds selon notre étude)
- et tous les « Fonds d'Investissement Alternatif » (FIA) qui sont distribués aux investisseurs particuliers dans l'UE.

*“Restaurer la confiance des épargnants et des investisseurs est une clé pour la croissance et l'emploi en Europe, comme l'ont souligné les Autorités européennes. Joignons les actes à la parole. Ces conclusions sont une nouvelle preuve très claire que les Autorités de régulations européennes ne doivent pas éliminer la publication standardisée et supervisée des performances relatives (à leurs indices de référence) à long terme des produits d'investissement pour les particuliers, ce qu'elles ont malheureusement prévu de faire dans le cadre de la réglementation des « PRIIPs » souligne Guillaume Prache, directeur général de Better Finance.*

**Avertissement:** Better Finance n'a identifié aucun « *closet index fund* ». Better Finance n'a fait que répliquer et publier la liste des fonds échantillonnés que l'ESMA qu'elle a elle-même identifié comme étant potentiellement des « *closet indexing funds* » se basant sur critères d'échantillonnage et sur l'analyse quantitative de l'ESMA ; nous nous référons au communiqué de presse et aux déclarations de [ESMA du 02/02/2016](#) . [L'étude quantitative de Better Finance est donc sujette aux mêmes limites que l'étude de l'ESMA.](#)

Les données utilisées pour cette étude de Better Finance, basée entièrement sur la méthodologie et les critères utilisés par ESMA, ont uniquement trait à la période 2010-2014. Il s'agit donc d'une étude ponctuelle et limitée dans le temps. Les fonds qui font partie de notre sélection sont donc susceptibles d'avoir évolué depuis.

Contact:

Directeur de la communication  
Téléphone  
Courriel

Arnaud Houdmont  
0032 (0)2 514 37 77  
[houdmont@betterfinance.eu](mailto:houdmont@betterfinance.eu)

Annexes:

- Annexes 1A à 1E: Listes de tous les fonds sélectionnés selon les critères de l'ESMA.
- Annexe 2 : Autres découvertes inquiétantes de Better Finance
- Annexe 3 Méthodologie et limites de l'étude de l'ESMA

## ANNEXE 1

Voir annexes 1A, 1B, 1C, 1D et 1E.

- Annexe 1.A - List of All Funds (2332 funds)
- Annexe 1.B - List of funds with No Reported Benchmark (147 funds)
- Annexe 1.C - List of funds with Insufficient Data (1172 funds)
- Annexe 1.D - List of funds that are Potential Active Funds (848 funds)
- Annexe 1.E - List of funds that are Potential Closet Indexers (165 funds)

Annexes 2 et 3 ci-dessous.

## ANNEXE 2

### Reproduction de l'étude de l'ESMA sur le « Closet indexing »

#### Annexe 2: Autres découvertes inquiétantes de Better Finance

- 1. La grande majorité des fonds OPCVM sont benchmarkés (94% de ces fonds selon Morningstar), ce qui est une bonne nouvelle pour les épargnants et investisseurs européens ... si tant est que les règles d'information actuelles perdurent et sont appliquées !**

Contrairement à ce que l'on pourrait craindre en écoutant les déclarations publiques de gestionnaires qui critiquent la gestion de fonds « benchmarkés » et qui favorisent une performance « absolue » ainsi qu'une liberté totale face au benchmarking, seulement 6% des fonds d'investissement OPCVM ( sélectionnés par l'ESMA) ne sont pas « benchmarkés » (ne mentionnent aucun indicateur de référence à propos de leurs objectifs de gestion).

Il s'agit ici d'une bonne nouvelle pour les épargnants et les investisseurs individuels en Europe puisque la performance « absolue » n'a que peu de signification en soi et peut être trompeuse, au moins pour les placements à long terme, ce qui correspond à la perspective de la majorité des épargnants européens. Elle ne permet pas aux épargnants -lorsqu'elle est publiée seule- de pouvoir évaluer si cette performance « absolue » est bonne pour eux. C'est pourquoi la législation européenne actuelle prévoit que les gestionnaires de fonds doivent publier les performances de l'indice de référence de leur choix (chaque fois qu'ils en ont un) parallèlement à la performance de leurs fonds sur les 10 dernières années<sup>4</sup>.

Cependant, cette règle ne semble pas suffisamment respectée (voir le paragraphe 2 ci-dessous). Pire, l'ESMA et les autorités européennes de surveillance (ESAs) proposent d'éliminer complètement l'obligation de publication des performances passées. Dans le cadre de la future réglementation « KID »<sup>5</sup> qui doit venir remplacer la législation actuelle KIID, ces mêmes autorités proposent aussi d'abandonner toute obligation de publication relative à la performance de l'indice de référence (passée et future). Ces propositions ont pourtant fait l'objet de nombreux avertissements (dont un avertissement unanime et public du [Groupe des parties prenantes de l'ESMA](#) ) contre cette initiative à l'encontre de la protection des investisseurs.

À tout le moins, la performance d'un produit d'investissement de détail devrait être comparée au taux d'inflation, afin de protéger les investisseurs de toute forme « d'illusion monétaire ». C'est pour cela que Better Finance, tout comme l'OCDE, analyse toujours les performances des produits d'épargne en termes réels, c'est-à-dire hors inflation.

- 2. Notre étude complémentaire sur les documents d'informations aux investisseurs a révélé que plus d'un tiers ( 34% ; soit 21 fonds sur 62) des fonds considérés comme ayant la plus haute probabilité d'être des « closet**

---

<sup>4</sup> Ou depuis la date de création si le fonds a été créé il y a moins de 10 ans

<sup>5</sup> «KIID: Documents d'informations clés pour l'investisseur

**indexers » selon ESMA<sup>6</sup> ( c'est-à-dire ceux qui ont une « active share » inférieure à 50%, un écart de suivi inférieur à 3% et un coefficient de corrélation supérieur à 0.95) ne publient pas leur indice de référence ( benchmark) parallèlement à la performance de leur fonds dans leur documents d'informations clés pour l'investisseur (DICI)<sup>7</sup>, bien qu'ils publient un indice de référence dans leur prospectus.**

Pour Better Finance, cela n'est pas conforme à la loi et rend impossible pour les investisseurs individuels de déterminer si et dans quelle mesure ces fonds suivent de très près leur indice de référence.

Le Règlement UCITS- KIID (Règlement EU No 583/2010) prévoit à l'article 7.1(d) que la section « *Objectifs et politique d'investissement* » du document d'information clé mentionne «(...) *si, dans cette approche, il utilise explicitement ou implicitement une valeur de référence (benchmark) et, dans l'affirmative, laquelle* ».

L'article 18 dispose que « *Lorsque la section « Objectifs et politique d'investissement » du document d'information clé pour l'investisseur se réfère à une valeur de référence, un bâton montrant la performance de cette valeur de référence est inclus dans le diagramme à côté de chaque bâton montrant la performance passée de l'OPCVM* ».

Par conséquent, lorsque l'indice de référence d'un fonds est publié dans le prospectus (selon Morningstar), il devrait aussi être publié dans la section «*Objectifs et politique d'investissement*» du DICI. Ce document devrait de même publier les performances de leur indice de référence sur les 10 années précédentes (Règlement UCITS KIID, article 15.1) parallèlement à la performance du fonds au cours des 10 dernières années. L'absence de ces éléments dans le document clé d'information constitue, selon nous, un manquement aux règles européennes et porte préjudice aux investisseurs.

Il nous semble inquiétant que dans son “ *Etude complémentaire sur les documents d'informations clés pour les investisseurs*” (publiée l'année dernière) qui se basait sur les mêmes fonds et qui “*tendait à confirmer les résultats des analyses quantitatives*”, l'ESMA n'ait néanmoins mentionné ce problème ni aux investisseurs ni au public.

Il s'agit ici d'un problème important pour la protection des investisseurs. L'unique recommandation d'ESMA aux investisseurs lors de la publication de son étude sur les *closet indexing* était la suivante:

« *Afin de permettre aux investisseurs (individuels et professionnels) de prendre une décision éclairée, l'ESMA suggère aux investisseurs de consulter toutes les documentations disponibles avant de sélectionner un produit. Lorsqu'ils envisagent d'investir dans un fonds d'investissement OPCVM, les investisseurs peuvent aussi comparer les informations clé du produit avec le même type d'informations pour un autre produit (même les produits qui font l'objet d'une gestion différente). Bien que les performances historiques ne soient pas une référence fiable pour les rendements futurs, **elles peuvent néanmoins s'avérer utile pour***

---

<sup>6</sup> Il s'agit des « classification 3 » des fonds de ESMA [ESMA 02/02/2016 press release and statement](#)

<sup>7</sup> KIID ou DICI en Français : Document d'Informations Clé pour l'Investisseur obligatoire, standardisé et supervisé pour tous les fonds OPCVM



**déterminer si un fonds a été en mesure d'atteindre les objectifs mentionnés dans la documentation du fonds en question ».**

Comment les investisseurs individuels peuvent-ils suivre cette recommandation de l'ESMA si la performance de l'indice de référence du fonds n'est pas publiée dans le document d'information clé pour l'investisseur? Ce document d'information composé de 2 pages a été créé en 2010 et vise précisément à permettre aux investisseurs d'avoir accès aux informations relatives aux fonds d'investissement étant donné que les prospectus des fonds sont – eux - trop longs, complexes et rédigés dans un langage peu compréhensible.

Dans le passé, Better Finance avait même identifié un fond d'investissement qui publiait une performance qui s'est révélée en fait être une fausse valeur.

Better Finance appelle l'ESMA à mener une enquête sur ce point.

Pire encore, dans la proposition de règlement "KID" (« Key Information Document ») qui viendrait remplacer le règlement "KIID", l'ESMA et les autres autorités européennes de surveillance (ESAs) proposent d'éliminer non seulement l'obligation de publication des performances passées mais aussi toutes les obligations de publications des performances de l'indice de référence (passées et futures).

Il sera donc impossible pour les épargnants européens de suivre la recommandation de l'ESMA, bien qu'elle ait déclaré au même moment que la publication des performances passées est en effet utile dans les cas où les investisseurs ont besoin de déterminer si les fonds dans lesquels ils ont investis sont vraiment actifs, et- plus généralement- si le fonds a pu atteindre ses objectifs.

En outre, même quand ESMA mentionne que les performances passées ne peuvent être considérées comme « *un guide fiable au regard des rendements futurs* » (si seulement un tel « guide » pouvait exister pour les marchés actions !), son argument se contrarie lui-même puisque l'Autorité se prépare à remplacer la publication des performances passées relative (d'un produit relativement à son indice de référence) par la publication de « scénarios de performances futures » qui « *puisque basés sur des données historiques, seront lourdement impactés par les rendements passés* »<sup>8</sup>.

Ces « *scenarios futurs* » seront certainement des « *guides* » encore moins fiables pour les rendements futurs, puisqu'ils qu'ils prétendront l'être, mais seront certainement faux en plus d'être extrêmement trompeurs.

**3. Notre étude relève aussi que la majorité de ces fonds les plus susceptibles d'être des *closet indexers* selon ESMA, semblent sous-performer leur indice de référence (benchmark)**

La performance de ces fonds au regard de leur indice de référence est difficile à évaluer puisque :

- 34% de ces fonds ne publient pas la performance de leur indice de référence dans leur DICI

---

<sup>8</sup> Lettre de la Commission européenne à Better Finance le 18/11/2016

- Pour certains fonds, la performance relative sur les 5 dernières années qui apparaît sur le site internet Morningstar est différente de celle mentionnée dans le DICI.

Cependant, parmi ces fonds, seuls quelques-uns n'ont pas sous-performé leur indice de référence sur les 5 dernières années. Better Finance n'a pas analysé les performances passées de ces fonds par rapport à celles des fonds indiciels à faible coûts (tels que les ETFs) qui utilisent les mêmes indices de référence.

#### **4. Better Finance demande à ce que la protection des investisseurs soit renforcée ou, à tout le moins, qu'elle soit maintenue au niveau actuel**

- Modifier de toute urgence les règles d'application (« RTS ») <sup>9</sup> du Règlement européen « PRIIPs » afin d'éviter une régression majeure du niveau de protection des investisseurs en Europe et conserver une publication des performances passées qui soit :
  - standardisée,
  - supervisée,
  - sur le long-terme ( au moins sur 10 ans tel que prévu par la directive OPCVM, bien que cela devrait être plus long pour les produits d'épargne retraite),
  - relative à l'indice de référence du gestionnaire,
  - nette de tous frais contrairement à la proposition actuelle de Normes RTS pour les scénarios de performances futurs.
- Dans le règlement KIID (DICI) aujourd'hui en vigueur et dans le future règlement KID, doivent être mentionnés : le nom exact de l'indice de référence ainsi qu'une adresse internet (url) où l'investisseur individuel pourra vérifier les performances d'un fond grâce à une source indépendante. Cela implique bien sûr que les fournisseurs d'indices soient transparents et permettent un libre accès aux performances passées des indices utilisés dans les fonds d'investissement. Il s'agit ici d'une requête de longue date de Better Finance qui n'a jusqu'à présent pas reçu de réponse.
- S'assurer que le règlement KIID soit en conformité avec les règles d'informations prévues par la directive MiFID en remplaçant les diagrammes de performance annuelle (diagrammes en bâton) par des graphiques linéaires retraçant les rendements cumulés.

En effet, Les enquêtes de l'OECD confirment que seule une minorité des citoyens de l'Union européenne sont capables de calculer les rendements composés. Par conséquent, la plupart d'entre eux sont incapables de déterminer- à partir d'un diagramme en bâtons annuels - si un fonds a significativement sur ou sous-performé son indice de référence au cours des 10 dernières années. Conformément à la directive MiFID qui dispose que les informations relatives aux produits

---

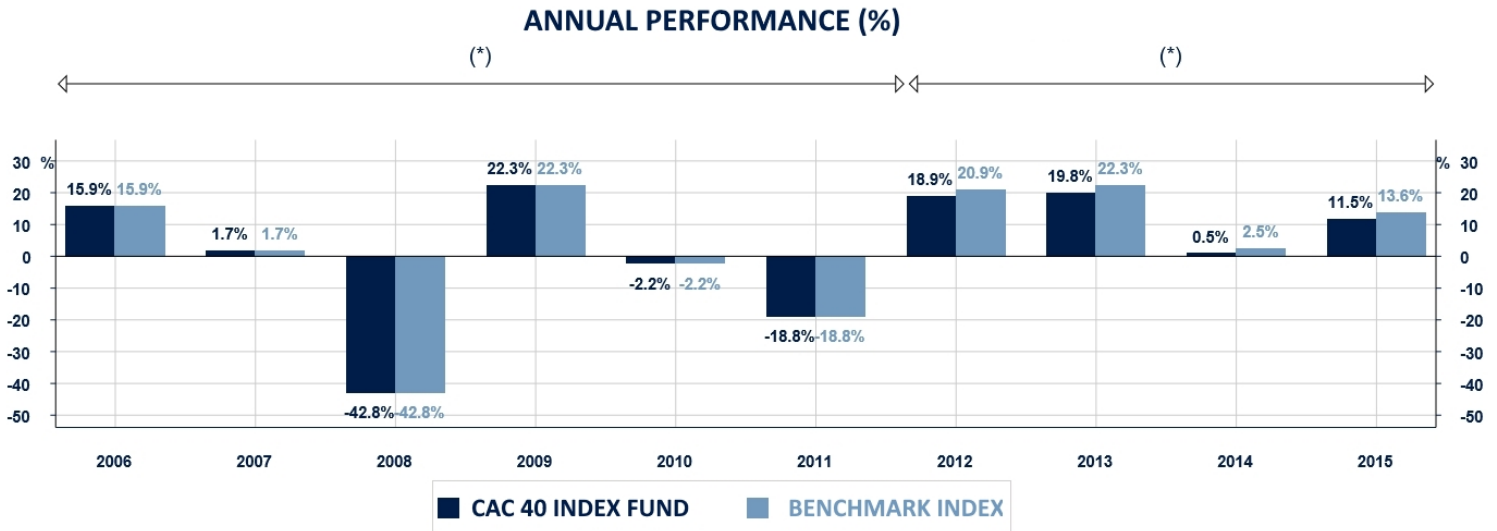
<sup>9</sup> Normes Techniques Réglementaires(RTS) relatives à l'application du Règlement EU PRIIPs (Produits d'Investissement Packagés de Détail et fondés sur l'Assurance)



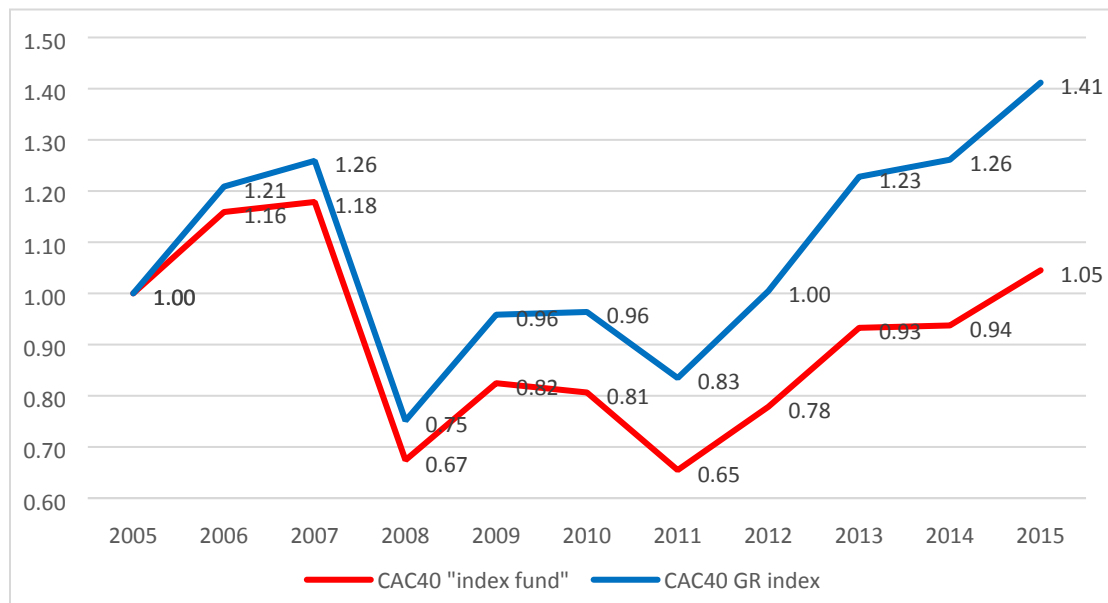
d'investissements soit compréhensibles pour les lecteurs, les gestionnaires de fonds devraient avoir l'obligation de calculer et de publier les rendements cumulés sur les 10 dernières années de l'indice de référence de leur choix parallèlement aux performances de leurs fonds pour la même période. Cela permettrait aux investisseurs de pouvoir déterminer si et dans quelle mesure le fonds a sur ou sous-performé son indice de référence.

Exemple réel:

- Publication actuelle (DICI):



- Publication des rendements relatifs cumulés :



Sources: Fund KIID, Euronext (index)  
 © Better Finance, 2016

C'est uniquement par l'utilisation d'un graphique linéaire présentant les rendements cumulés que les investisseurs peuvent réellement comprendre que ce fonds a considérablement sous-performé son indice de référence<sup>10</sup>. Selon nous, la présentation de ce fond comme fonds « indiciel » est trompeuse, puisqu'un fonds indiciel vise à reproduire la performance de son indice, or ce n'est manifestement pas le cas ici.

- S'assurer d'une meilleure application de la réglementation actuelle sur l'information produit (DICI ) afin que tous les fonds qui ont un indice de référence le publient effectivement dans leur DICI, au côté d'une publication pertinente, précise et non trompeuse de l'indice de référence sur les 10 dernières années parallèlement à l'indice de référence du fonds afin que les investisseurs individuels puissent déterminer- entre autre - si un fonds suit de très près son indice de référence ou non, et s'il a apporté une valeur ajoutée ou non par rapport à un fonds indiciel.

---

<sup>10</sup> Ce fonds avait un indice de référence « prix » avant 2012 au lieu d'un indice de référence « rendement brut », en contradiction avec les prescriptions européenne qui requièrent d'utiliser un indice « rendement » lorsque le fonds ne distribue pas de dividendes. Par ailleurs, l'évolution de l'indice dans le DICI est parfois incorrecte. Better Finance l'a signalé à l'autorité nationale compétente plusieurs fois. Le graphique linéaire cumulé affiche les données correctes pour l'indice de référence.

## Annexe 3

---

### **L'ÉTUDE D'ESMA : MÉTHODOLOGIE ET LIMITES**

Suite à une demande de Better Finance d'octobre 2014, ESMA a lancé une enquête étudiant les fonds OPCVM<sup>11</sup> potentiellement faussement actifs (appelés « closet indexers »). Le 2 février 2016, ESMA a publié les résultats tant attendus de son enquête. Les « closet indexers » sont des fonds qui affirment être gérés de manière active alors qu'en réalité, ils suivent plus ou moins les indices de marché, faisant payer des frais beaucoup plus élevés que ceux des fonds indiciels à faible coûts tel que les ETFs. La promotion et la distribution de tels fonds comme « actifs » est trompeuse et cause des préjudices à l'investisseur car celui-ci paie pour un service qu'il ne reçoit pas.

#### **1. METHODOLOGIE D'ESMA ET CRITERES DE SELECTION DES FONDS**

Le 2 février 2016, l'ESMA a publié une déclaration sur le problème des fonds "*closet indexers*". L'analyse réalisée visait à « *déterminer si toute indication de closet indexing peut être trouvée à un niveau européen* ».

L'analyse de l'ESMA contient deux parties:

- Par l'utilisation de mesures quantitatives, l'étude a permis de révéler que jusqu'à 15% des fonds OPCVM échantillonnés par l'ESMA étaient des fonds potentiellement faussement actifs.
- Par l'analyse des documents d'informations des fonds analysés, l'ESMA a pu constater que ces documents « *tendaient à confirmer les résultats des analyses quantitatives* ».

Cependant, l'ESMA n'a pas divulgué les fonds qu'elle a identifié comme étant potentiellement faussement actifs. L'ESMA n'a de même pas divulgué les pays dans lesquels ces fonds sont domiciliés, laissant les investisseurs dans l'ignorance. Devant le refus de l'ESMA d'accéder à la requête de Better Finance qui demandait la publication des résultats de son enquête ainsi que les noms des dizaines de fonds d'investissement suspectés par ESMA d'être des « *closet indexers* », Better Finance a par conséquent décidé de répliquer l'étude d'ESMA et d'en publier les résultats. Dans ce contexte, l'objectif clé de cette enquête est de reproduire dans la mesure du possible la méthodologie quantitative et les critères de sélection des fonds de l'étude d'ESMA.

ESMA a précisé de manière explicite que la base de données commerciale Morningstar avait été utilisée comme source de son étude. Par l'utilisation de critères spécifiques, ESMA a ensuite filtré l'ensemble des fonds disponibles ce qui a permis de limiter l'étude " *aux fonds OPCVM de taille substantielle, ayant un historique prouvé, et des frais de gestion dans la gamme de prix typique des fonds gérés de manière active* ».

---

<sup>11</sup> Fonds OPCVM : fonds d'investissement qui, en se conformant à la Directive européenne des fonds OPCVM (UCITS), bénéficient d'un passeport de distribution européen.

Après application de ces critères à la base de données Morningstar, l'ESMA s'est retrouvée avec un échantillon de plus de 2600 fonds. Elle a ensuite écarté les fonds pour lesquels elle ne pouvait pas avoir accès aux données nécessaires (« active *Share* » (AS), « Ecart de suivi » (TE) et « coefficient de corrélation ») sur la période 2010-2014 inclus, ce qui a permis au final d'élaborer un sous-échantillon de 1251 fonds analysable.

Afin de répliquer au mieux l'étude d'ESMA, Better Finance a aussi utilisé la base de données Morningstar et a filtré la totalité des fonds en utilisant les mêmes critères, implicites et explicites de l'ESMA. Les critères suivants ont ainsi été utilisés pour filtrer la base de données Morningstar :

**Critères explicites issus de la déclaration d'ESMA :**

- Fonds OPCVM uniquement
- Fonds actions uniquement
- Uniquement les fonds domiciliés dans un Etat membre de l'Union européenne
- Qui ne sont pas classés comme fonds indiciels
- Avec une date de création antérieure au 1<sup>er</sup> Janvier 2005

**Critères implicites utilisés par ESMA :**

- Les fonds qui sont toujours en activité
- Les classes de parts les plus anciennes uniquement
- les fonds dont la taille est supérieure à 50 millions
- Avec des frais de gestion minimum supérieurs à 0.65%

Afin de présenter les résultats de cette étude le plus fidèlement possible par rapport à l'étude d'ESMA, Better Finance a choisi les mêmes critères et la même période d'étude que ceux retenus par l'ESMA. Better Finance a aussi publié la liste des fonds qui avaient été exclus par ESMA en raison du manque de données nécessaires dans la base Morningstar.

Ainsi qu'expliqué dans le rapport, l'« active *share* » représente la part des titres en portefeuille qui diffèrent de ceux de l'indice de référence. L'écart de suivi (« *Tracking error* ») est une mesure de la fluctuation de l'excès de rendement relative à celui l'indice de référence (benchmark). Le coefficient de corrélation reflète le pourcentage de mouvement d'un portefeuille qui peut être expliqué par des mouvements dans son indice de référence.

L'étude de Better Finance a été réalisée sur la même période retenue par ESMA, c'est-à-dire entre le 1<sup>er</sup> janvier 2010 et le 31 décembre 2014. Sur cette période de 5 ans, les chiffres de l'écart de suivi et des « active shares » ont été calculés sur une période d'intervalle de un an. Les fonds ont ensuite été divisés en différentes catégories mentionnées précédemment, en fonction du respect des seuils des « active shares », de l'écart de suivi et du coefficient de corrélation sur au moins 3 des 5 années utilisées dans l'étude.

Conformément à la méthodologie de l'ESMA, l'analyse menée dans ce rapport a été effectuée par rapport à l'indice de référence mentionné dans le prospectus du fonds (selon Morningstar). Les chiffres de « l'active share » pour chaque année, ont été calculés en comparant les valeurs en portefeuille à la fin de l'année avec celles de l'indice de référence du fonds. Pour l'écart de suivi et le

coefficient de corrélation, les données sur les rendements totaux mensuels ont été comparées à l'indice de référence mentionné dans le prospectus du fonds. Les statistiques d'écart de suivi ont été annualisées afin de les comparer aux chiffres d'ESMA.

Ce rapport divise donc les résultats en 4 catégories différentes, les deux dernières étant les mêmes que celles de l'ESMA :

- Les fonds d'investissement qui n'indiquent pas d'indice de référence dans leur prospectus
- Les fonds d'investissement qui indiquent un indice de référence mais qui ne communiquent pas à Morningstar les données nécessaires pour calculer l'« *active share* », l'écart de suivi et le coefficient de corrélation

Ces deux premières catégories étaient exclues dans l'étude d'ESMA:

- Les fonds d'investissement potentiellement gérés de manière active (avec la liste des fonds qui indiquent un indice de référence et pour lesquels Morningstar communique suffisamment de données)
- Les fonds d'investissement qui sont potentiellement des fonds « closet indexing » (« Classification 1 » de ESMA :  $\text{active share} < 60\%$  et  $\text{écart de suivi} < 4\%$ ).

Bien qu'ayant utilisé les mêmes critères d'échantillonnage que ESMA, le nombre de fonds retenus est néanmoins inférieur à celui de l'ESMA dans cette étude. Cela est très probablement dû à l'évolution de la base de données Morningstar dans l'intervalle (entre 2015 et fin 2016 certains fonds peuvent avoir été fermés, fusionnés, ou ne remplissent plus les critères d'échantillonnage). C'est pourquoi certains fonds listés par Better Finance dans son échantillon peuvent ne pas apparaître dans celui d'ESMA et vice-versa.

## 2. LIMITES DE L'ETUDE

Les résultats divulgués par ESMA ont confirmé que le préjudice subi par les épargnants est potentiellement important. En effet, sur la base de ses mesures quantitatives, l'ESMA a identifié jusqu'à 188 fonds – soit 15% des fonds qu'elle a analysé – comme potentiellement des fonds faussement actifs.

Une étude complémentaire d'ESMA sur la publication des documents d'information des fonds en question « *tendait à confirmer les résultats de l'analyse quantitative* ».

Ce chiffre déjà alarmant serait probablement encore plus élevé si ESMA :

- N'avait pas exclu plus de la moitié des fonds actifs OPCVM de son échantillon initial (1,349 sur un total de 2,600; ce qu'elle explique par le manque de données dans la base de données de Morningstar) ;
- Avait aussi inclus les fonds actions qui sont largement vendus aux investisseurs particuliers sur des marchés importants tels que la France et l'Allemagne, c'est-à-dire les

Fonds d'Investissement Alternatifs (FIA) <sup>12</sup>, et non pas seulement les fonds OPCVM Paneuropéens.

ESMA- à l'inverse de l'autorité compétente norvégienne- a refusé de divulguer les fonds qui ont été découverts durant son enquête comme étant des fonds potentiellement faussement actifs. Elle n'a pas non plus révélé dans quels Etats membres ces fonds sont domiciliés, laissant les investisseurs dans l'ignorance. De plus, alors que l'ESMA a mis plus d'un an pour réaliser cette analyse quantitative et qualitative, elle a laissé aux autorités nationales compétentes le soin de gérer ce cas considérable d'épargnants potentiellement lésés. Une année après, aucune de ces autorités nationales<sup>13</sup> n'a encore identifié de fonds faussement actifs, ni à partir de la liste des 188 fonds OPCVM identifiés par l'ESMA, ni ailleurs.

Cependant, les épargnants investis dans ces fonds ont déjà assez attendu et ne peuvent pas attendre plus longtemps une hypothétique action, sans calendrier sur lequel s'appuyer, face à des régulateurs nationaux et à des gestionnaires de fonds non identifiés.

---

<sup>12</sup> FIA: « Fonds Alternatifs d'Investissement ». Malgré leur appellation, ces fonds sont majoritairement des fonds ordinaires qui sont largement vendus aux particuliers, mais qui ne bénéficient pas d'un "passeport" européen de distribution.

<sup>13</sup> Le régulateur suédois a très récemment rendu publics plus d'une douzaine de fonds avec une « active share » inférieure à 60%, mais n'a pas indiqué s'il considérait ces fonds comme « closet indexers » ou non.