



COMMISSION EUROPÉENNE

Strasbourg, le 3.7.2012
SWD(2012) 186 final

DOCUMENT DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION

RÉSUMÉ DE L'ANALYSE D'IMPACT

accompagnant la

**proposition de
DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL**

modifiant

la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), pour ce qui est des fonctions de dépositaire, des politiques de rémunération et des sanctions

{COM(2012) 350 final}
{SWD(2012) 185 final}

DOCUMENT DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION

RÉSUMÉ DE L'ANALYSE D'IMPACT

accompagnant la

proposition de

DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL

modifiant

la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), pour ce qui est des fonctions de dépositaire, des politiques de rémunération et des sanctions

1. DEFINITION DU PROBLEME

Quel est le problème?

Les règles européennes relatives aux dépositaires agissant au nom d'organismes de placement collectif, telles qu'énoncées dans la directive sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), sont restées inchangées depuis leur instauration en 1985. Or la crise financière, notamment avec l'affaire Madoff qui a éclaté le 11 décembre 2008, a fait apparaître au grand jour des carences dans les règles OPCVM régissant les obligations incombant aux dépositaires et leur responsabilité.

L'affaire Madoff a, en particulier, soulevé la question de la responsabilité du dépositaire dans le cas où la conservation des actifs d'un OPCVM est déléguée à un sous-conservateur. Dans cette affaire, lorsqu'il a fallu décider si le conservateur principal d'un OPCVM était responsable de la restitution d'actifs de ce fonds perdus alors qu'ils étaient conservés par un sous-conservateur, les tribunaux des États membres ont opté pour des approches divergentes.

En outre, le cadre réglementaire harmonisé applicable aux OPCVM ne contient pas, en matière de rémunération et de sanctions, de principes généraux cohérents avec ce qui se pratique dans d'autres secteurs des services financiers.

Qui est concerné au premier chef?

Les fonds d'investissement représentent une branche vitale du secteur financier de l'Union européenne. La croissance rapide des actifs gérés dans des fonds OPCVM témoigne du succès des OPCVM comme véhicule d'investissement transfrontière. Le total des actifs sous gestion est passé de 3 403 milliards d'euros fin 2001 à 5 889 milliards d'euros en 2010. En septembre 2011, il s'élevait à 5 515 milliards d'euros. Cette évolution s'explique en partie par les règles harmonisées sur les organismes de placement collectif instaurées par la directive OPCVM, qui ont créé un marché européen des capitaux pour la libre circulation des fonds d'investissement conformes à la norme OPCVM. Il est donc important de faire évoluer ces règles, en vue du développement d'un marché intégré permettant les ventes transfrontières d'OPCVM.

Les investisseurs de détail sont le groupe le plus touché en cas de perte d'actifs en conservation. En effet, si le conservateur principal n'est pas responsable de la restitution des actifs perdus alors qu'ils étaient en conservation, cette perte est supportée par les investisseurs. En moyenne, 10 % des ménages européens investissent directement dans des fonds: 16 % en Allemagne, 11 % en Italie et en Autriche, 10 % en France, 7 % en Espagne et 6 % au Royaume-Uni.

La perte d'actifs est aussi préjudiciable aux gestionnaires d'OPCVM, qui ont besoin de savoir précisément jusqu'où s'étend la responsabilité du dépositaire en pareil cas, et notamment lorsque la perte survient alors que les actifs sont conservés par un sous-conservateur. La sous-conservation est un phénomène de plus en plus répandu, les gestionnaires d'OPCVM investissant dans un large éventail d'instruments financiers (actions, obligations, titres de créance, instruments du marché monétaire, actions ou parts d'autres fonds d'investissement, etc.) souvent émis dans d'autres États membres, voire des pays tiers. Pour des raisons pratiques, et parfois en vertu d'obligations légales, ces instruments doivent être conservés

dans le pays où ils sont émis. La sous-conservation a donc des implications importantes pour les décisions d'investissement des gestionnaires de fonds.

Sont enfin concernés les dépositaires et leurs pratiques en matière de délégation. Même les grands conservateurs d'envergure mondiale n'exercent pas en propre des activités de conservation dans tous les pays dans lesquels les gestionnaires d'OPCVM sont susceptibles d'investir. Il n'existe sans doute aucune banque conservatrice exerçant des activités dans plus de 40 pays. Par conséquent, la conservation est souvent «sous-traitée» à des sous-conservateurs dans les pays où ne s'étend pas le réseau des grands acteurs. Les conditions qui régissent cette délégation sont cruciales pour les dépositaires.

2. ANALYSE DE SUBSIDIARITE

Nécessité

La coexistence d'approches nationales divergentes quant aux obligations incombant aux dépositaires et à leur responsabilité, notamment lorsque la garde est déléguée, s'est traduite par une protection des consommateurs de niveau inégal, comme l'ont tout particulièrement montré les suites de l'affaire Madoff.

Les règles nationales divergent en particulier sur les conditions applicables en cas de délégation de la garde. Il existe également des divergences sur la question de l'obligation incombant au dépositaire d'exercer un suivi sur les sous-conservateurs et, surtout, sur celle de sa responsabilité en cas de perte d'actifs conservés par un sous-conservateur. Si certains tribunaux nationaux font obligation au dépositaire de restituer les instruments perdus alors qu'ils étaient en sous-conservation, d'autres subordonnent cette obligation à un non-respect d'obligations de diligence et de supervision.

Valeur ajoutée

Les différences de mise en œuvre des principes de haut niveau énoncés dans la directive OPCVM sur la délégation et, surtout, sur la responsabilité des dépositaires minent la confiance des investisseurs, notamment en situation de vente transfrontière d'OPCVM. Seule une action de niveau européen peut résoudre efficacement ce problème, par l'instauration de normes harmonisées concernant aussi bien le devoir de précaution du dépositaire dans la sélection et la supervision des sous-conservateurs que sa responsabilité en cas de perte d'actifs en conservation.

3. OBJECTIFS DE L'INITIATIVE DE L'UE

Les règles OPCVM «de haut niveau» en vigueur autorisent des divergences considérables entre les autorités nationales dans l'interprétation du devoir de précaution et de la responsabilité encourue en cas d'infraction aux règles. Il est nécessaire d'édicter des règles plus détaillées sur la délégation et la responsabilité pour réduire ces divergences. Il s'agit, en particulier, de définir plus précisément: 1) le champ d'application autorisé des délégations; 2) les conditions régissant les délégations; et 3) le régime de responsabilité applicable lorsque des instruments en conservation sont perdus, soit au niveau du dépositaire, soit au niveau d'un sous-conservateur.

Objectif général

Renforcer la protection de tous les investisseurs d'OPCVM et leur garantir une transparence accrue.

Objectifs spécifiques

Les normes de protection des investisseurs devraient être uniformes: soumis à des exigences de fonds propres et prudentielles cohérentes, les dépositaires devraient garantir le même niveau de protection pour les actifs qu'ils conservent, quel que soit leur domicile.

Les voies de recours à l'encontre des dépositaires en cas de perte d'instruments financiers devraient également être harmonisées et efficaces: la définition de normes uniformes en matière de précaution et de règles uniformes en matière de responsabilité devrait éviter l'engagement de longues procédures contentieuses, à l'issue variable selon le domicile du dépositaire.

Il faudrait enfin garantir la sécurité juridique quant aux obligations incombant aux dépositaires en matière de garde et de délégation: les sociétés concernées doivent pouvoir s'adapter à une norme uniforme, avec les changements que cela implique pour leur structure organisationnelle et leur modèle économique.

Objectifs opérationnels

Il s'agit:

- 1) d'harmoniser les critères d'éligibilité à l'exercice de l'activité de dépositaire;
- 2) d'instaurer des règles uniformes sur la délégation de la garde;
- 3) de définir un niveau uniforme de responsabilité des dépositaires en matière de restitution d'instruments perdus alors qu'ils étaient en conservation; et
- 4) de définir également un niveau uniforme de responsabilité pour les cas où la perte a lieu au niveau d'un sous-conservateur.

Conformément à l'objectif consistant à renforcer la confiance des investisseurs et la transparence, les autres objectifs opérationnels, qui ont trait aux rémunérations et aux sanctions, sont les suivants: instaurer des règles propres à garantir des pratiques de rémunération transparentes et saines qui ne favorisent pas la prise de risque; et instaurer un régime de sanctions uniforme dans le cadre de la réglementation sur les OPCVM.

4. OPTIONS ENVISAGEES

Le scénario de référence, en ce qui concerne les fonctions et la responsabilité des dépositaires, est le cadre réglementaire actuellement applicable aux OPCVM. Les principes généraux consacrés par les règles OPCVM resteraient en vigueur, laissant aux autorités nationales un large pouvoir d'appréciation sur le niveau d'obligation et de responsabilité applicable. Il incomberait aux autorités nationales de veiller à la protection et à la confiance des investisseurs, notamment lorsque sont réalisés des investissements transfrontières dans des fonds domiciliés dans d'autres États membres.

À partir de ce scénario de référence, l'analyse d'impact étudie différentes options sur trois questions-clés: 1) l'éligibilité aux fonctions de dépositaire d'OPCVM; 2) les conditions

applicables en cas de délégation de la garde des actifs; et 3) l'étendue de la responsabilité du dépositaire, en particulier en ce qui concerne l'obligation de restituer des instruments financiers perdus alors qu'ils étaient en conservation.

Sur l'éligibilité aux fonctions de dépositaire, trois options ont émergé, qui identifient différentes catégories d'établissements réputées fournir des garanties suffisantes, en termes de réglementation prudentielle et d'exigences de fonds propres, pour s'acquitter dûment de la tâche consistant à assurer la garde des actifs et leur restitution en cas de perte en conservation.

Sur la délégation de la conservation, trois options ont été analysées: 1) le scénario de référence; 2) l'instauration d'exigences prudentielles et de diligence pour les délégations, et notamment de règles spéciales pour les délégations à des conservateurs de pays tiers non conformes; et 3) l'instauration des mêmes exigences prudentielles et de diligence pour toutes les délégations.

Sur la question de la responsabilité, quatre options ont été examinées: 1) limiter la responsabilité à l'«inexécution injustifiée» (scénario de référence); 2) instaurer une responsabilité stricte, avec possibilité de décharge de responsabilité en cas de délégation; 3) instaurer une responsabilité stricte, en limitant la possibilité de décharge à la délégation obligatoire à des conservateurs de pays tiers; 4) instaurer une responsabilité stricte, sans possibilité de décharge en cas de délégation.

Sur les rémunérations, le scénario de référence a été comparé à une option consistant à imposer aux gestionnaires d'OPCVM de mettre en place des principes généraux en matière de rémunération. Selon une autre option, on exigerait l'élaboration de politiques de rémunération détaillées, couplée à la publication, dans le rapport annuel, du montant des rémunérations effectivement versées.

En ce qui concerne les sanctions administratives, le scénario de référence a été comparé à une option envisageant d'harmoniser les sanctions en général, comme le prévoient les politiques de la Commission dans ce domaine, et à une autre option, consistant à harmoniser davantage les sanctions administratives.

5. ANALYSE DES IMPACTS

Sur l'éligibilité aux fonctions de dépositaire, l'analyse d'impact conclut qu'aussi bien les établissements de crédit que les entreprises d'investissement réglementées offrent des garanties suffisantes, en termes de réglementation prudentielle, d'exigences de fonds propres et de surveillance effective, pour exercer l'activité de dépositaire d'OPCVM. La plupart des dépositaires d'OPCVM, dans presque tous les États membres, étant déjà des établissements de crédit ou des entreprises d'investissement réglementées, on estime que les contraintes d'adaptation aux nouvelles règles seront relativement faibles. L'option retenue n'aurait ainsi d'incidence que sur une petite minorité de prestataires de services non agréés. Dans leur cas, le coût d'obtention d'un agrément comme entreprise d'investissement apparaît justifié au regard des avantages procurés lorsque la responsabilité du dépositaire est engagée.

S'agissant des délégations, l'analyse d'impact conclut que celles-ci devraient être soumises à des normes qualitatives élevées en ce qui concerne la sélection et le suivi continu des sous-conservateurs. Ces obligations devraient incomber au conservateur principal. Dans le cas des pays tiers, la délégation à des conservateurs non conformes devrait être autorisée, pour autant que la conservation locale soit prescrite par la loi et que les investisseurs soient dûment informés du fait que les investissements réalisés dans certains pays peuvent impliquer une

conservation locale. L'option consistant à ne pas autoriser les délégations à des conservateurs non conformes a été écartée, parce qu'elle réduirait les opportunités d'investissement ouvertes aux OPCVM. En outre, le risque inhérent à la délégation à des conservateurs non conformes a été jugé négligeable, étant donné la tendance, aujourd'hui majoritaire parmi les OPCVM, à privilégier des stratégies d'investissement prudentes. Mais ce choix devra peut-être être revu si les stratégies d'investissement évoluent.

En ce qui concerne la responsabilité, l'analyse d'impact conclut qu'une «responsabilité stricte», faisant obligation aux dépositaires de restituer les instruments perdus alors qu'ils étaient en conservation, indépendamment de la notion de faute ou de négligence, est susceptible à la fois de garantir un haut niveau de protection des investisseurs et de permettre l'instauration d'une norme uniforme dans l'ensemble de l'UE. S'il existe des arguments forts en faveur d'une exception («carve-out») pour les pertes survenant dans le cadre d'une délégation obligatoire à un conservateur d'un pays tiers, l'analyse d'impact conclut que, les OPCVM étant principalement destinés à une clientèle de détail, une telle option est inenvisageable.

6. SYNTHÈSE DES OPTIONS RETENUES

En ce qui concerne l'éligibilité aux fonctions de dépositaire d'OPCVM, l'option privilégiée consiste à limiter cette éligibilité aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement réglementées. Les délégations devraient être régies par des règles de diligence en matière de sélection, de désignation et de suivi des activités des sous-conservateurs. Pour les rares cas dans lesquels la stratégie d'investissement d'un OPCVM amène celui-ci à investir dans des instruments financiers émis dans des pays qui imposent la conservation locale, mais où aucun conservateur en activité ne satisfait aux exigences ci-dessus en matière de délégation, la délégation devrait quand même être autorisée, dans des circonstances strictement encadrées.

Eu égard au profil des investisseurs des OPCVM (clientèle de détail), la responsabilité en cas de perte d'un instrument en conservation devrait être fondée sur une norme uniforme à l'échelle de l'UE, prévoyant une obligation de restitution de l'instrument perdu aux dépens du conservateur principal. Le conservateur principal ne devrait avoir aucun moyen de se décharger de sa responsabilité, même en cas de conservation locale obligatoire dans un pays tiers.

En matière de rémunération, l'approche est la même que pour les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, afin de prévenir d'éventuels arbitrages réglementaires entre les cadres respectivement établis par la directive OPCVM et la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs. En matière de sanctions, la politique générale de la Commission s'appliquera.

7. SUIVI ET ÉVALUATION

Le suivi et l'évaluation auront lieu à deux niveaux. Premièrement, la Commission veillera à la mise en œuvre correcte des règles modifiées. Deuxièmement, trois ans après l'expiration du délai de pleine mise en œuvre de la directive, elle procédera à une évaluation économique de la mesure dans laquelle les nouvelles règles auront amélioré la protection des investisseurs, accru la transparence des rémunérations et renforcé, chez les investisseurs, une confiance nécessaire pour que le label «OPCVM» conserve son attrait pour la clientèle de détail.

Cette évaluation économique se fondera sur les objectifs énoncés à la section 3.

Elle sera conduite par les services de la Commission, qui, selon que de besoin, coopéreront avec l'AEMF et s'appuieront sur des études externes afin d'évaluer l'impact des modifications apportées aux régimes de délégation et de responsabilité pour les dépositaires.

Il est probable qu'on ne pourra évaluer l'incidence des modifications proposées et, surtout, disposer de données essentielles sur l'incidence de certaines mesures sur la profession de dépositaire sans procéder à un nouvel exercice de collecte de données auprès de toutes les parties prenantes.

L'examen devra se concentrer, en particulier: sur une évaluation des économies effectivement réalisées suite à la clarification et à l'harmonisation du régime de responsabilité des dépositaires; sur l'incidence que les nouvelles règles en matière de délégation et de responsabilité pourraient avoir eue sur les charges d'exploitation des dépositaires; sur une évaluation de la mesure dans laquelle des délégations à des dépositaires de pays tiers non conformes ont effectivement eu lieu et de leur impact; et sur une estimation de l'incidence que l'éventuelle augmentation des charges d'exploitation aura eue sur les coûts supportés par les OPCVM et sur le rendement offert aux investisseurs.