

DIRECTIVE OPCVM 5

- Guide Sociétés de Gestion -

Avant-propos

En amont de la transposition en droit français de la directive 2014/91/UE du 23 juillet 2014, dite « OPCVM 5 » concernant les OPCVM, l'AMF souhaite apporter aux sociétés de gestion de portefeuille des réponses aux principales questions concernant les impacts de cette directive et de sa transposition sur leur activité.

Le présent document n'est pas exhaustif¹. Il contient des éléments susceptibles d'évolution en fonction des textes législatifs et réglementaires finaux de transposition ainsi que des mesures de niveau 2 et de niveau 3 de la directive. Il pourra, le cas échéant, faire l'objet d'une actualisation et être complété.

La [directive 2014/91/UE du 23 juillet 2014](#), dite « directive OPCVM 5 », a été publiée au Journal officiel de l'Union européenne le 28 août 2014 et a pour objet d'amender la [directive 2009/65/CE](#) du 13 juillet 2009, dite « directive OPCVM 4 ».

Ce qui change :

Le texte, qui n'a pas vocation à réformer en profondeur les dispositions de la directive OPCVM 4, concerne spécifiquement :

- la fonction du dépositaire, en termes notamment de missions et de responsabilité,
- les politiques de rémunération des sociétés de gestion de portefeuille, et
- les sanctions qui leur sont applicables,

dans l'objectif d'harmoniser ces règles avec celles introduites par la [directive 2011/61/UE](#) du 8 juin 2011, dite « directive AIFM », transposée en droit français en juillet 2013.

Ce qui ne change pas :

Les dispositions issues de la directive OPCVM 4, concernant notamment :

- les règles d'agrément des OPCVM,
- les obligations concernant les sociétés de gestion de portefeuille,
- les fusions d'OPCVM,
- les obligations concernant la politique de placement des OPCVM (actifs éligibles, règles de diversification...),
- les structures maîtres-nourriciers et les obligations d'information des investisseurs,

ne sont pas remises en question.

La directive OPCVM 5 devra être transposée en droit français d'ici le 18 mars 2016 et les nouvelles règles issues de la transposition entreront immédiatement en application à cette date. Un [règlement délégué](#), texte de niveau 2 pris en application de la directive et publié le 17 décembre 2015, est actuellement soumis au droit d'objection du Parlement et du Conseil européen. Ce règlement délégué, d'application directe, qui viendra préciser la directive OPCVM 5 ne devrait pas entrer en application avant l'automne 2016.

¹ Le guide ne mentionne pas les dispositions de la directive OPCVM 5 relatives aux sanctions.

I.	L'entrée en application.....	3
II.	La fonction de dépositaire	3
A.	Un alignement avec le régime issu de la directive AIFM.....	3
B.	Des protections supplémentaires.....	3
C.	Les points d'attention	4
D.	Les impacts pour les SGP.....	6
III.	Les politiques de rémunération	7
A.	Un alignement avec le régime issu de la directive AIFM.....	7
B.	Mais quelques différences notables	7
C.	Les impacts pour les SGP.....	8
IV.	Le calendrier	9

I. L'entrée en application

Les SICAV ou les sociétés de gestion agissant pour le compte de l'OPCVM qu'elles gèrent qui, avant le 18 mars 2016, ont désigné en tant que dépositaire un établissement qui ne satisfait pas aux conditions d'accès à la fonction de dépositaire, désignent, avant le 18 mars 2018 un dépositaire y satisfaisant.

II. La fonction de dépositaire

Les principales mesures concernant la fonction de dépositaire consistent d'une part en un rehaussement du régime dépositaire au même niveau que celui des dépositaires de FIA et d'autre part en l'ajout de protections supplémentaires pour le grand public.

A. Un alignement avec le régime issu de la directive AIFM

La directive OPCVM 5 a pour ambition d'harmoniser les règles applicables à la fonction de dépositaire avec celles édictées par la directive AIFM.

On retiendra principalement que la directive OPCVM 5 exige dorénavant du dépositaire un suivi des liquidités des OPCVM (appelé « *cash monitoring* ») en effectuant un rapprochement de tous les mouvements de liquidités. Il s'assure notamment que tous les paiements effectués par des investisseurs lors de la souscription de parts ou d'actions d'un OPCVM ont été reçus et que toutes les liquidités de l'OPCVM ont été comptabilisées sur des comptes de liquidités ouverts au nom de l'OPCVM, de la société de gestion agissant pour le compte de l'OPCVM ou du dépositaire.

Est également prévue une obligation de restitution : en cas de perte d'un instrument financier détenu à l'actif de l'OPCVM en conservation, le dépositaire est tenu de restituer à l'OPCVM un instrument financier de même type ou d'un montant correspondant, sauf s'il est en mesure de prouver que la perte résulte d'un événement extérieur échappant à son contrôle raisonnable et dont les conséquences auraient été inévitables malgré tous les efforts raisonnables déployés pour les éviter. Des précisions seront apportées par le règlement délégué.

B. Des protections supplémentaires

Dans la mesure où les OPCVM ont vocation à s'adresser à une clientèle grand public, la directive OPCVM 5 intègre des exigences supplémentaires en matière :

- De protection des investisseurs contre l'insolvabilité du dépositaire

Afin d'assurer une protection élevée des investisseurs, seules certaines entités peuvent être habilitées à agir en tant que dépositaires. Le périmètre des entités éligibles est limité à la Banque de France, à la Caisse des dépôts et consignations, aux établissements de crédit ayant leur siège social en France, aux entreprises d'investissement ayant leur siège social en France dont les fonds propres ne sont pas inférieurs aux exigences calculées en fonction de l'approche choisie conformément à l'article 315 ou à l'article 317 du règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement et du Conseil du 26 juin 2013, et aux succursales établies sur le territoire français d'un établissement de crédit ayant son siège social dans un Etat membre de l'Union européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen autre que la France.

En outre, la directive précise que les créanciers du dépositaire ou du tiers auquel la conservation des actifs de l'OPCVM a été déléguée ne peuvent poursuivre le paiement de leurs créances sur les actifs d'un OPCVM conservés par ce dépositaire ou ce tiers.

- De réutilisation des actifs dont le dépositaire assure la conservation

Les actifs de l'OPCVM conservés par le dépositaire ne peuvent pas être réutilisés par le dépositaire ou par tout tiers auquel la fonction de conservation a pu être déléguée pour son compte propre. Il s'agit là d'interdire toute opération de type transfert, engagement, vente ou prêt que le dépositaire pourrait effectuer sur des actifs de l'OPCVM.

En revanche, la réutilisation d'actifs par le dépositaire reste permise, uniquement si elle a lieu pour le compte de l'OPCVM, si elle est réalisée sur instruction de la société de gestion de l'OPCVM, si elle profite à l'OPCVM et est effectuée dans l'intérêt des porteurs et si elle fait l'objet d'une couverture par du collatéral.

Ainsi, à la différence de la directive AIFM qui l'autorise au dépositaire de FIA avec accord préalable du FIA ou de sa société de gestion, il ne sera plus possible pour le dépositaire d'OPCVM ou son délégataire de réaliser, par exemple, des opérations sur les titres de titres pour son compte-propre sur la base des actifs conservés.

- De responsabilité du dépositaire en cas de perte d'un instrument financier conservé

A la différence de la directive AIFM, le régime prévu par la directive OPCVM 5 interdit au dépositaire de se décharger contractuellement de sa responsabilité au titre de la conservation des instruments financiers.

- De délégation des fonctions de conservation

S'agissant de la possibilité pour le dépositaire de déléguer les fonctions de conservation, la directive OPCVM 5 permet, à l'instar de la directive AIFM, au dépositaire de déléguer la conservation des titres d'un FIA ou d'un OPCVM à un dépositaire central de titres.

La directive OPCVM 5² précise que dans ce cas, le régime de la délégation de conservation prévu par la directive OPCVM 5 doit être respecté, ce qui sera repris lors de la transposition de la directive OPCVM 5.

A noter que toutes les précisions sur les missions et responsabilités du dépositaire sont apportées dans le projet de règlement de niveau 2, publié le 17 décembre 2015. Il est rappelé que ce dernier ne devrait probablement pas entrer en application avant l'automne 2016.

C. Les points d'attention

1. La notion d'organe de direction

La directive OPCVM 5 définit la notion « **d'organe de direction** » de la société de gestion et du dépositaire comme étant « *l'organe investi du pouvoir ultime de décision au sein d'une société de gestion, d'une société d'investissement ou d'un dépositaire, comprenant les fonctions de surveillance et de gestion, ou uniquement la fonction de gestion lorsque ces deux fonctions sont séparées. Lorsque, en vertu du droit national, la société de gestion, la société d'investissement ou le dépositaire dispose de différents organes ayant des fonctions spécifiques, les exigences que la présente directive impose à l'organe de direction ou à l'organe de direction dans l'exercice de sa mission de surveillance, en plus ou au lieu de s'appliquer à celui-ci, s'appliquent aux membres des autres organes de la société de gestion, de la société d'investissement ou du dépositaire, respectivement responsables en vertu du droit national applicable.* »

Cette notion sert de critère d'application d'une série d'obligations auxquelles sont tenus de répondre l'organe de direction et ses membres, en matière d'honorabilité, de compétence et d'indépendance. La directive OPCVM 5 précise par ailleurs les missions et responsabilités de l'organe de direction ainsi que les sanctions qui lui sont applicables, le cas échéant.

Compte tenu des termes très généraux de la définition « **d'organe de direction** » donnée par le texte européen et du renvoi qu'il opère vers le droit national pour préciser le régime applicable, la notion devrait être transposée en droit français en tenant compte de l'organisation du droit des sociétés français. Autrement dit, ont été identifiés pour chaque forme de sociétés françaises, le ou les organes pouvant être qualifié(s) d'organe(s) de direction au sens de la directive OPCVM 5.

Selon la définition, lorsque la société est dotée d'un organe unique accomplissant à la fois les fonctions de gestion et de surveillance, cet organe est nécessairement « l'organe de direction » au sens de la directive. Lorsque la société comprend deux organes distincts, l'un pour exercer la fonction de gestion et l'autre pour exercer la fonction de surveillance, seul le premier organe (fonction de gestion) est soumis au dispositif. Par conséquent, ont été exclus du champ du cercle des « organes de direction » les organes n'exerçant qu'une fonction de surveillance au sein des sociétés de gestion ou des dépositaires, soit typiquement le conseil de surveillance.

² Il s'agit du considérant 21 de la directive OPCVM 5.

Ainsi, l' « organe de direction » du dépositaire et de la société de gestion, ou de l'OPCVM lorsque la gestion n'a pas été déléguée, est l'organe qui :

1° Est investi du pouvoir ultime de décision au sein de l'OPCVM, du dépositaire ou de la société de gestion ;

2° Remplit les fonctions de gestion et de surveillance, ou uniquement la fonction de gestion lorsque ces deux fonctions sont séparées.

En pratique, il s'agit, lorsque les conditions définies aux 1° et 2° sont remplies :

a) Des membres du conseil d'administration, des membres du directoire, du directeur général dans une société anonyme ainsi que toute autre personne ou membre d'un organe exerçant des fonctions équivalentes dans une société ayant une autre forme sociale;

b) Des personnes qui dirigent effectivement l'entreprise d'investissement au sens du 4 de l'article L. 532-2, du code monétaire et financier, l'établissement de crédit au sens de l'article L. 511-13 ou la société de gestion de portefeuille au sens du 4 du II de l'article L.532-9 et qui ne sont pas mentionnées au a).

2. Les règles d'indépendance entre la société de gestion et le dépositaire

Le règlement délégué prévoit des règles d'indépendance de la société de gestion par rapport au dépositaire en matière de direction. Ainsi, il spécifie les cas dans lesquels un membre de l'organe de direction de la société de gestion peut être ou non membre de l'organe de direction du dépositaire et vice versa.

A cet effet, est notamment prévu que :

- personne ne peut être à la fois membre de l'organe de direction de la société de gestion et membre de l'organe de direction du dépositaire ;
- personne ne peut être à la fois membre de l'organe de direction de la société de gestion et salarié du dépositaire ;
- personne ne peut être à la fois membre de l'organe de direction du dépositaire et salarié de la société de gestion ;
- si l'organe de direction de la société de gestion n'est pas chargé des fonctions de surveillance au sein de la société, tout au plus un tiers des membres de son organe assumant les fonctions de surveillance sont en même temps membres de l'organe de direction, membres de l'organe assumant les fonctions de surveillance ou salariés du dépositaire ;
- si l'organe de direction du dépositaire n'est pas chargé des fonctions de surveillance au sein du dépositaire, tout au plus un tiers des membres de son organe assumant les fonctions de surveillance sont en même temps membres de l'organe de direction de la société de gestion, membres de l'organe assumant les fonctions de surveillance de la société de gestion ou salariés de la société de gestion.

Il convient de préciser que ces règles d'indépendance s'appliquent toutefois entre le dépositaire et la société de gestion **ou la SICAV lorsque la gestion n'a pas été déléguée.**

Ainsi, les membres de l'organe de direction de la société de gestion peuvent également être membres de l'organe de direction de la SICAV sans qu'ils aient à respecter les nouvelles règles d'indépendance édictées par le règlement délégué. Pour autant, les sociétés de gestion et les SICAV devraient s'assurer que cela ne pose aucun problème dans le cadre de leur propre politique de gestion des conflits d'intérêts.

3. Les règles d'indépendance relatives aux groupes

Le règlement délégué prévoit en outre des règles d'indépendance s'agissant des conseils d'administration et des fonctions de surveillance, dès lors qu'il existe un lien de groupe entre la société de gestion et le dépositaire. Ainsi :

- si l'organe de direction de la société de gestion et l'organe de direction du dépositaire assument également les fonctions de surveillance au sein des sociétés respectives, au moins un tiers des membres, ou deux personnes, le chiffre le plus bas étant retenu, de l'organe de direction de la société de gestion et de l'organe de direction du dépositaire sont indépendants ;

- si l'organe de direction de la société de gestion et l'organe de direction du dépositaire n'assument pas les fonctions de surveillance au sein des sociétés respectives, au moins un tiers des membres, ou deux personnes (le chiffre le plus bas étant retenu) de l'organe assumant les fonctions de surveillance au sein de la société de gestion et au sein du dépositaire sont indépendants.

Le règlement délégué précise que l'indépendance est appréciée en tenant compte des activités des personnes concernées dans toute entreprise pour laquelle il existe un lien de groupe.

D. Les impacts pour les SGP

D'un point de vue pratique...

En guise de dispositions transitoires, les textes précisent que « les SICAV ou les sociétés de gestion agissant pour le compte de l'OPCVM qu'elles gèrent qui, avant le 18 mars 2016 ont désigné en tant que dépositaire un établissement qui ne satisfait pas aux exigences des articles L.214-10-1 du code monétaire et financier dans sa rédaction issue de cette ordonnance, désignent, avant le 18 mars 2018, un dépositaire y satisfaisant »

A noter que ces dispositions concernent uniquement les conditions d'éligibilité à la fonction dépositaire.

Deux situations peuvent alors être distinguées :

1. celle relevant de la période limitée par l'entrée en application des dispositions issues de la directive OPCVM 5, au 18 mars 2016, et l'entrée en application du règlement délégué, à l'automne 2016,
2. celle relevant de la période suivant l'entrée en application du règlement délégué.

1. S'agissant de la première situation, courant de l'entrée en application des dispositions nationales issues de la transposition de la directive OPCVM 5 jusqu'à celle du règlement délégué,

Les dispositions prévues par la directive OPCVM 5 s'appliquent dès le 18 mars 2016, date d'entrée en application de la directive OPCVM 5. Elles s'imposent aux OPCVM existants.

Cependant, pour les OPCVM existants au 18 mars 2016, les dépositaires bénéficieront d'une période transitoire (i.e. jusqu'au 18 mars 2018) pour se mettre en conformité avec les nouvelles conditions d'éligibilité à la fonction dépositaire issues de la transposition de la directive. Cette période transitoire ne s'applique pas pour les nouveaux OPCVM qui devront désigner un dépositaire conforme aux nouvelles conditions d'éligibilité.

Le régime fera l'objet par la suite de précisions dans le règlement délégué, d'application directe.

Ainsi, pour les OPCVM créés après le 18 mars 2016, en l'attente de la modification des conventions signées avec le dépositaire, liée à la date d'application du règlement délégué, l'agrément des OPCVM se fera sur la base d'un engagement du dépositaire, par la lettre d'acceptation prévue par l'instruction AMF n°2011-19³, à remplir ses missions conformément à la directive OPCVM.

2. Dès l'entrée en application du règlement délégué,

Les dispositions du règlement délégué, d'application directe, s'appliqueront six mois après l'entrée en vigueur du règlement.

Ainsi, s'agissant des nouvelles règles d'indépendance, les impacts potentiels et non négligeables découlant des dispositions du règlement délégué devront être étudiés avec attention par les sociétés de gestion de portefeuille faisant partie d'un groupe intégrant un dépositaire afin de s'assurer de la conformité de leur organisation avec les dispositions dès cette date.

La directive OPCVM 5 précise enfin que la documentation réglementaire des OPCVM devra intégrer des informations concernant le dépositaire, et préciser les éventuelles fonctions de garde déléguées, ainsi que la liste

³ Instruction relative aux procédures d'agrément, à l'établissement d'un DICI et d'un prospectus et à l'information périodique des OPCVM français et des OPCVM étrangers commercialisés en France

des délégués et sous-délégués le cas échéant, en identifiant les conflits d'intérêts susceptibles d'en résulter.

L'instruction AMF n°2011-19 relative aux procédures d'agrément, à l'établissement d'un DICI et d'un prospectus et à l'information périodique des OPCVM français et des OPCVM étrangers commercialisés en France sera prochainement mise à jour pour y intégrer ces éléments.

III. Les politiques de rémunération

A. Un alignement avec le régime issu de la directive AIFM

Comme la directive AIFM, la directive OPCVM 5 met l'accent sur les politiques de rémunération des sociétés de gestion de portefeuille, en vue d'assurer une gestion saine des risques et de permettre un contrôle des comportements des membres du personnel en matière de prise de risques.

Dans ce cadre, les sociétés de gestion de portefeuille d'OPCVM devront mettre en place des politiques et des pratiques de rémunération compatibles avec une gestion saine et efficace des risques, qui s'appliqueraient aux catégories de personnel dont les activités professionnelles ont une incidence substantielle sur le profil de risque des OPCVM gérés.

Le dispositif, détaillé à l'article 1^{er} de la directive OPCVM 5, vise à encadrer les composantes fixes et variables des salaires ainsi que les prestations de pensions discrétionnaires.

Par souci d'harmonisation, il reprend majoritairement les dispositions figurant à l'annexe II de la directive AIFM, à savoir 20 mesures spécifiques dont, notamment :

- Une adoption et un réexamen de la politique de rémunération par l'organe de direction, dans l'exercice de sa fonction de surveillance, ou par l'organe de surveillance, lorsque les fonctions de gestion et de surveillance sont séparées, de la société de gestion de portefeuille,
- La supervision par un comité de rémunération, s'il existe, des salaires des hauts responsables en charge de la gestion des risques et de la conformité,
- L'évaluation pluriannuelle des collaborateurs visés,
- Le principe selon lequel la rémunération variable garantie n'est possible que dans un cas exceptionnel d'embauche d'un membre du personnel, et uniquement au cours de la première année,
- Un équilibre approprié entre composantes fixes et composantes variables,
- Le paiement en parts ou actions d'OPCVM d'au moins 50% de la rémunération variable,
- Une politique de rétention appropriée,
- L'étalement dans le temps d'au moins 40% de la rémunération variable,
- Des contraintes conditionnant le paiement de la rémunération variable à la santé financière de la société de gestion de portefeuille.

B. Mais quelques différences notables

La directive OPCVM 5 vient en outre renforcer certains aspects introduits par la directive AIFM, en termes de :

- Fréquence de réexamen de la politique de rémunération, qui devient au moins annuelle pour les sociétés de gestion de portefeuille d'OPCVM, alors qu'elle n'était que régulière selon la directive AIFM,
- Modalités d'étalement du paiement de la rémunération variable fixé à au moins 3 ans, contre 3 à 5 ans pouvant être raccourci selon le cycle de vie du FIA pour la directive AIFM ;
- Composition du comité de rémunération, qui s'il existe, doit intégrer un ou plusieurs représentant(s) des travailleurs⁴.

⁴ Lorsque l'organe de direction comprend un représentant du personnel

Les obligations de transparence vis-à-vis des investisseurs ont également été revues, afin que le prospectus de l'OPCVM intègre les détails de la politique de rémunération incluant l'identité des personnes responsables de l'attribution des rémunérations et la composition du comité de rémunération, s'il existe. La directive OPCVM 5 prévoit alternativement que le prospectus puisse intégrer un résumé de ces éléments et renvoyer vers un site internet pour les détails. Le document d'informations clés pour l'investisseur devra également comprendre ces informations.

Le rapport annuel devra, quant à lui, présenter le montant agrégé des rémunérations, ventilé en rémunérations fixes et variables et par catégories de personnel.

A noter enfin que l'Autorité européenne des marchés financiers (dite « ESMA ») a été mandatée afin d'émettre à l'intention des autorités compétentes ou des acteurs des marchés financiers des orientations concernant la politique de rémunération. Cette démarche a vocation à apporter des précisions sur la mise en œuvre de la politique de rémunération, de la même façon que cela avait été fait s'agissant de la directive AIFM.

Un document a été soumis à consultation publique (« [Consultation Paper : Guidelines on sound remuneration policies under the UCITS Directive](#) », 2015/ESMA/1172) le 23 juillet 2015, qui s'est achevée le 23 octobre 2015.

A ce jour, aucun texte définitif n'a encore été adopté par l'ESMA.

C. Les impacts pour les SGP

D'un point de vue pratique...

La directive OPCVM 5 n'exige pas que les sociétés de gestion de portefeuille déjà agréées au titre de la directive OPCVM 4 sollicitent un nouvel agrément auprès de leur autorité de tutelle.

Toutefois, les sociétés de gestion déjà agréées au titre de la directive OPCVM 4 devront prévoir de mettre à jour leur programme d'activité afin d'inclure leur politique de rémunération, conformément à l'article 311-3 du règlement général de l'AMF et à l'instruction n°2008-03.

Un dossier devra ainsi être constitué sous la forme d'une fiche A1 (mise à jour du programme d'activité de base sans extension d'agrément), complétée d'un support ad hoc qui sera élaboré en fonction des orientations de l'ESMA.

Si l'approche suivie par l'ESMA est similaire à celle retenue pour AIFM, les orientations pourraient préciser que la politique de rémunération devrait s'appliquer pour l'exercice 2017 aux sociétés de gestion de portefeuille agréées avant le 31 décembre 2016, et concernerait donc les rémunérations versées en 2018, ce qui nécessite une mise à jour du programme d'activité au plus tard fin octobre 2016, afin de permettre aux services de l'AMF d'instruire les dossiers.

Ce point reste à confirmer, en l'attente de la publication des orientations de l'ESMA en la matière et de leur intégration en droit français.

Les informations qui seront contenues dans la documentation réglementaire devront être incluses dans la mise à jour du programme d'activité afin de permettre un examen concomitant par l'AMF.

Enfin, l'ESMA a publié le 1^{er} février 2016 une mise à jour du document de questions-réponses relatif à l'application de la directive OPCVM ([2016/ESMA/181](#)) intégrant des précisions sur les modalités de mise à jour de la documentation réglementaire des OPCVM suite à l'entrée en application de la directive OPCVM 5.

IV. Le calendrier

