

Février 2026

Position de FPM
Sur la proposition de la Commission européenne
D'instaurer un passeport dépositaire européen

Contexte

Dans le cadre de l'Union de l'épargne et de l'investissement (UEI) ou *Savings and Investments Union* (SIU), et de la proposition MISP (*Market Integration and Supervision Package*), la Commission européenne propose qu'il soit autorisé de désigner un dépositaire hors de l'État membre d'origine du fonds (« le Passeport dépositaire UE »).

Si FPM partage l'objectif stratégique d'une plus grande intégration des marchés européens de capitaux, il est important de rappeler que la fonction de dépositaire d'OPC (UCITS et FIAs) est l'élément clef du dispositif de protection des investisseurs (garde des actifs de l'OPC, contrôle de la régularité des décisions de gestion de l'OPC/Société de gestion de portefeuille, suivi des flux de trésorerie de l'OPC). Pour ces raisons, supprimer l'obligation pour le fonds de désigner son dépositaire dans l'Etat membre où il est domicilié devrait être considérée avec la plus grande prudence.

Cette note présente les raisons pour lesquelles FPM considère que l'instauration d'un passeport, telle qu'envisagée par la Commission européenne, est inappropriée.

- 1. Un calendrier inopportun du fait de la mise en œuvre en cours d'AIFMD II et de l'absence d'étude d'impact préalable :** Si l'option du passeport dépositaire n'a pas été retenue dans le cadre des débats récents autour de AIFMD II, une disposition dérogatoire y a été introduite¹. En l'absence d'urgence manifeste, le fondement de l'initiative du passeport entre donc en contradiction avec les dispositions prises sur la révision d'AIFMD, d'autant plus qu'aucun ne peut justifier son ajout dans le package MISP. Pour rappel, 84,2% des réponses recueillies dans le cadre de l'analyse d'impact d'AIFMD II² s'opposaient à l'introduction du passeport. France Post-Marché regrette ce qui pourrait être qualifié de « stop and go » législatif et considère cet amendement

¹ Clause dérogatoire permettant aux Etats membres dans lesquels l'offre de dépositaires serait limitée (≤ 50MM €), d'autoriser la désignation d'un dépositaire installé dans un Etat membre différent de celui du domicile du FIA (AIFMD, Art 21, paragraphe 5a).

² EC, [Commission Staff Working Document Impact Assessment](#) Accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2011/61/EU and 2009/65/EC, p24, Nov. 2021.

inoportun en termes de calendrier, et cela alors même que AIFMD contient le principe une revue de ce dispositif dérogatoire en 2029. Un tel retour d'expérience paraît indispensable avant toute éventuelle décision d'expansion.

2. **Une protection des investisseurs amoindrie** : Par définition, l'intervention d'un dépositaire localisé dans un Etat membre différent de celui du domicile du fonds crée un éloignement géographique, culturel, juridique et introduit une complexité supplémentaire. Cette complexité est la résultante des différentes interprétations, pratiques et doctrines relevant de chaque superviseur national. Les décisions de chaque régulateur national pourraient ainsi être plus facilement contestées, et plus difficilement mises en œuvre, la vision depuis le domicile du fonds, qui coïncide généralement avec le domicile des investisseurs, pouvant s'opposer à celle du domicile du dépositaire, dans lequel le fonds pourrait n'être que marginalement distribué.

Dans ce contexte, il est à craindre que cette nouvelle modification des directives AIFMD et UCITS ne se traduise par une prime en faveur du domicile du dépositaire le moins exigeant (*supervisory arbitrage*).

3. **D'importantes particularités locales demeurent** : conditions de création (autorisation / agrément), de fonctionnement et de liquidation des fonds; calcul de la valeur de parts/actions du fonds; traitement des erreurs de calcul de VL et indemnités; statut de la fonction de comptable du fonds; politique d'investissement du fonds en matière de contrôles ESG; périodicité des contrôles des contraintes d'investissement; approbation de l'activité dépositaire d'OPC (cahier des charges); modalités de souscriptions / rachats (mode CSD ou nominee); modalités de fusion / restructuration des fonds; droits de faillite différents... Cette liste n'est pas exhaustive et une étude approfondie devra être réalisée par les autorités européennes afin d'identifier, traiter et uniformiser les disparités.
4. **Des objectifs affichés illusoire et sources potentielles de risque** : Afin de justifier cette initiative, la Commission a communiqué dans les termes qui suivent : *"While the initial requirement to appoint a domestic depositary aimed to ensure strong regulatory oversight and investor protection, it has created several challenges that harm[ed] the functioning and competitiveness of the AIF and UCITS market across the EU, leading to higher fees, lower service quality and reduced operational efficiency."*³ Pour FPM, ces assertions non documentées sont soit non-fondées soit génératrices de risque.

Le coût du service de dépositaire de fonds est souvent un argument avancé pour l'introduction du passeport. En réalité, les dépositaires sont déjà soumis à une forte concurrence et leurs tarifs représentent une faible fraction des coûts de la chaîne de valeur. A cet égard, les initiatives en faveur du marketing cross-border des fonds nous semblent beaucoup plus prometteuses, dans la mesure où il est reconnu qu'une taille unitaire supérieure des fonds permet de réduire l'impact de leurs frais de fonctionnement.

Hormis dans les « petits » marchés dépositaires où le sujet de l'offre et de sa qualité de services pourrait, peut-être, se poser - la clause dérogatoire a précisément été introduite dans AIFMD pour répondre à cette problématique - les dépositaires du domicile du fonds maîtrisent parfaitement les écosystèmes nationaux et respectent des standards de haute qualité.

³ Pages 7 and 8

Le rôle du dépositaire de fonds, dans le cadre européen, est une pièce maitresse du dispositif de protection des investisseurs. L'industrie européenne y a développé une expertise reconnue. FPM considère que prendre le risque de fragiliser cette expertise et ses acteurs à travers une recherche guidée par une réduction de frais pourrait se traduire par un risque élevé de future dégradation des services, ou d'attrition de l'offre de service de la part d'acteurs actuels qui, en responsabilité, pourraient refuser cette évolution.

5. **Un risque pour la stabilité réglementaire** : La proposition s'inscrit en contradiction avec les objectifs affichés de stabilité et de simplification du cadre réglementaire européen. Le dispositif qui permettrait à l'ESMA d'identifier en permanence les approches de supervision divergentes ou déficientes et, le cas échéant, déclencherait des mesures correctives puis, en dernier recours, de suspendre l'activité d'un dépositaire moyennant un délai de préavis de trente jours (articles 110c et 47b de la proposition) crée une incertitude juridique et opérationnelle. Le risque d'instabilité réglementaire en sera accru et l'objectif d'intégration des marchés ne sera pas réalisé.
6. **Des risques significatifs pour de nombreux écosystèmes nationaux de l'asset management** : Dans l'hypothèse d'un incident concernant un fonds de droit local, dont le dépositaire étranger serait défaillant, il est probable que cet incident aura une répercussion (bien que probablement imméritée) sur la réputation de tous les fonds domiciliés dans cet Etat membre.

Par ailleurs, on ne peut exclure qu'à terme, dans un souci de rationalisation de l'exercice d'une fonction désormais délocalisable, l'introduction du « passeport européen » n'encourage la relocalisation de compétences « nationales » dans un ou quelques hubs européens qui pourraient faire valoir leurs attraits en termes de coûts ou de facilité de recrutement, au détriment de places actuelles.

Conclusion

Le concept de « passeport européen » est positif et traduit une volonté commune de permettre une libre prestation d'un même service dans l'ensemble de l'UE. Ce concept ne peut, toutefois, s'appliquer en toutes circonstances, dans un cadre réglementaire non harmonisé et en l'absence d'une analyse précise des conséquences potentielles de son introduction.

Le « passeport dépositaire » relève de cette catégorie. Le rôle du dépositaire de fonds européen est structurant en termes de protection de l'investisseur final et de fonctionnement du dispositif de la gestion collective européenne. Pour ces raisons, il ne peut être imposé de manière incidente dans le cadre d'une initiative non précisément ciblée, sans étude approfondie ni prise en compte de toutes les parties prenantes dont, au premier chef, les dépositaires eux-mêmes, leurs clients gestionnaires d'actifs et l'ensemble des parties prenantes. France Post-Marché regrette que les arguments avancés par la Commission ne soient pas étayés et ne permettent pas cette indispensable analyse détaillée.

Enfin, pour FPM, introduire ce « passeport » dans les circonstances présentes ne favorisera en rien les objectifs de la « SIU », rappelés dans l'initiative « MISP ».