

ger »<sup>22</sup> sont toujours en cours, et d'autre part, en matière de dépositaires d'OPCVM<sup>23</sup>. Or, ces réglementations sont susceptibles d'avoir une influence sensible sur les mouvements de localisation ou relocalisation des acteurs de l'industrie, et sur la nouvelle organisation de l'industrie de la gestion d'actifs en Europe.

38 - Au-delà, la compétitivité du secteur de la gestion d'actifs dans son ensemble est également fonction de la capacité du législateur communautaire à assurer des conditions de compétition égales ou *level playing field* entre les produits d'investissement de détail substituables<sup>24</sup> (ou *PRIPs*) et les acteurs qui les gèrent ou les structurent. En effet, alors que certains produits proposés à la clientèle de détail offrent des caractéristiques comparables pour les investisseurs (OPCVM, produits d'assurance-vie, valeurs mobilières structurées et dépôts structurés), ceux-ci ne sont pas soumis à la même réglementation (directives assurance, prospectus, OPCVM, MIF), tout comme les personnes qui les structurent et les

commercialisent (sociétés de gestion, entreprises d'assurance, établissements de crédit, prestataires de services d'investissement). L'incohérence de cette diversité de cadres juridiques est dénoncée dans la mesure où elle entraîne une protection inégale des investisseurs et des conditions de compétitivité inégales entre les acteurs concernés.

39 - Enfin, s'agissant plus directement de l'industrie française de la gestion d'actifs, la directive UCITS IV et la future directive AIFM créeront des modalités d'exercice nouvelles du service de gestion de fonds coordonnés et non coordonnés qui, si l'on n'y prend garde, pourrait entraîner une moindre attractivité du territoire national au profit de juridictions européennes où la réglementation non harmonisée et la fiscalité sont plus attractives. Les acteurs de la Place de Paris sont actuellement mobilisés afin d'organiser l'attractivité et la compétitivité de la Place, face aux nouveaux défis qui se profilent, en particulier pour assurer sa pérennité et renforcer son attractivité par rapport au Luxembourg ou à l'Irlande<sup>25</sup>.

40 - Dans cette perspective, et alors que les professionnels anticipent déjà le contenu d'une future directive UCITS V, la transposition de la directive UCITS IV, et les mesures de simplification réglementaires qui l'accompagneront, seront très certainement un élément important de la compétitivité de la Place de Paris dans les années à venir.

Mots-Clés : OPCVM - Droit communautaire - Directive OPCVM IV  
Droit communautaire - OPCVM - Directive OPCVM IV

22. Voir le texte initial de la proposition de directive AIFM (*Alternative Investment Fund Managers*) de la Commission européenne du 30 avril 2009 (COM(2009) 207 final). - V. la « Déclaration formelle de la Commission européenne à l'occasion du vote en plénière du Parlement européen de la directive sur les gestionnaires de fonds alternatifs d'investissement » (MEMO/10/573, 11 nov. 2011).
23. La Commission européenne avait lancé une consultation publique sur la fonction de dépositaire d'OPCVM en juillet 2009 (communiqué de presse n° IP/09/1086), le CESR ayant dressé un état des lieux en Europe (CESR/09-175). Une nouvelle consultation a été lancée par la Commission européenne le 14 décembre 2010 : « Consultation paper on the ucits depository function and on the ucits managers' remuneration », (MARKT/G4 D (2010) 950800).
24. CE, communication, 30 avr. 2009 : Produits d'investissement de détail (COM (2009) 204 final ; Rapport sur les produits d'investissement de détail publié par la 3L3 Task Force (CESR, CEBS et CEIOPS) le 6 octobre 2010 : Report of the 3L3 Task Force on Packaged Retail Investment Products (PRIPs), CESR/10-1136 ; la Commission européenne a lancé une consultation publique le 26 novembre 2010 : « Consultation by Commission Services on legislative steps for the Packaged Retail Investment Products initiative ».

25. V. Rapport « État des lieux et perspectives de la régulation de la gestion d'actifs à l'occasion de la transposition de la directive OPCVM IV », Comité de Place présidé par J. Delmas-Marsalet et J-P Hellebuyck, 2 juin 2010. Voir également, Rapport au Haut Comité de Place sous l'égide de la Direction du Trésor, de l'Association française de la gestion financière et de l'Autorité des marchés financiers pour développer l'industrie de la gestion d'actifs en France.

## 8 Controverse autour des obligations du dépositaire<sup>1</sup>

Antoine MAFFEI,

avocat à la Cour, associé De Pardieu Brocas Maffei

Par trois arrêts en date du 4 mai 2010, la chambre commerciale de la Cour de cassation a confirmé l'obligation de restitution du dépositaire d'OPCVM absolue et immédiate en toutes circonstances des actifs en sous-conservation. Cette conception française sévère de la responsabilité du dépositaire d'OPCVM est éloignée de la pratique des autres pays européens et pourrait obérer l'attractivité de notre pays pour ces dépositaires.

1 - Le 4 mai 2010, la chambre commerciale de la Cour de cassation a, par trois arrêts, rejeté les pourvois formés par la Société Générale<sup>2</sup> et par la Société RBC Dexia Investor Services<sup>3</sup> (« RBC

Dexia ») contre les arrêts rendus par la cour d'appel de Paris le 8 avril 2009.

Ces arrêts statuent sur la responsabilité des dépositaires de fonds communs de placement en valeurs mobilières alternatifs à règles d'investissement allégées à effet de levier (« ARIA EL ») (le « Fonds ») créés à l'initiative des sociétés de gestion concernées et

1. Actes du colloque organisé le 26 mai 2010 par les associations des masters de droit bancaire et financier et de droit des affaires de l'université Paris II.
2. Pourvoi n° 09-14.187 FS-P+B (*JurisData* n° 2010-005324) formé contre l'arrêt rendu le 6 avril 2009 dans le litige opposant la Société Générale à :  
- la Société Day Trade Asset Management ;  
- l'Autorité des marchés financiers ;  
- le Procureur Général près la cour d'appel de Paris.
3. Pourvoi n° 09-14.975 FS-P+B (*JurisData* n° 2010-005323) formé contre l'arrêt rendu dans le litige opposant RBC Dexia à :  
- la Société Delta Alternative Management ;

- l'Autorité des marchés financiers ;  
- le Président de l'Autorité des marchés financiers.  
Pourvoi n° 09-14.976 FS-D (*JurisData* n° 2010-005370) contre l'arrêt rendu dans le litige opposant RBC Dexia à :  
- la Société Lafitte Capital Management ;  
- l'Autorité des marchés financiers ;  
- le Président de l'Autorité des marchés financiers.

dont les banques désignées par ces sociétés de gestion assuraient le rôle de dépositaire.

## 1. Rappel des faits

2 - Chacun de ces fonds a eu recours à un *Prime Broker*, en l'occurrence Lehman Brothers International (Europe) (« **LBIE** »).

À cet effet, des contrats tripartites avaient été conclus entre les fonds, les banques dépositaires et LBIE. Aux termes de ces conventions, la tenue de comptes-conservation des avoirs de chacun de ces fonds provenant des souscriptions des porteurs de parts était déléguée à LBIE.

Par ailleurs, une convention de *Prime Brokerage (International Prime Brokerage Agreement)* (« **IPBA** ») était signée entre LBIE et chacun de ces fonds. Ces conventions étaient régies par le droit anglais.

Aux termes de ces conventions, chacun de ces fonds constituait une sûreté sur l'ensemble des avoirs du fonds en garantie des dettes contractées envers LBIE permettant la mise en œuvre d'un effet de levier.

LBIE se voyait également reconnaître, aux termes de l'IPBA, un droit d'utilisation (« *re-use* ») sur les actifs du Fonds. Les actifs ainsi utilisés sortaient du périmètre de la conservation, LBIE devenant débitrice d'une obligation de transfert de titres équivalents à ceux utilisés. L'exercice de ce droit avait pour effet de transformer le droit réel dont chacun de ces Fonds était titulaire à l'égard de LBIE en droit de créance à concurrence des titres utilisés.

Ce dispositif s'intégrait dans celui de la Directive concernant les contrats de garantie financière de l'UE du 6 juin 2002<sup>4</sup> (la « **Directive Garantie Financière** »).

LBIE a été admise le 15 septembre 2008 au bénéfice d'une procédure collective (« **Administration** ») au Royaume-Uni.

Dans ce contexte, chacun des fonds sollicitait auprès de LBIE que celle-ci vienne les titres en conservation chez elle à la banque dépositaire du fonds et demandait à cette dernière de lui restituer les titres en conservation pour le compte du souscripteur de Fonds.

Compte tenu de l'impossibilité pour les banques dépositaires de restituer les actifs en conservation chez LBIE et bloqués par les effets de la procédure collective dont le bénéfice avait été reconnu à LBIE, les sociétés de gestion des fonds concernés ont saisi l'AMF qui a prononcé des injonctions à l'encontre des banques dépositaires ordonnant la restitution immédiate de ces titres.

C'était à l'encontre de ces injonctions que les banques dépositaires ont, devant la cour d'appel de Paris, introduit un recours en annulation et subsidiairement en réformation.

3 - Dans chacun des trois arrêts rendus le 8 avril 2009, la cour d'appel de Paris a jugé que « le dépositaire, qui a reçu pour mission d'assurer la conservation des actifs des OPCVM dont il a la garde, est tenu, en toutes circonstances, même s'il en a confié la sous-conservation à un tiers, d'une obligation de restitution immédiate de ces actifs en vertu de dispositions d'ordre public destinées à assurer la protection de l'épargne investie dans les produits financiers et tous autres placements donnant lieu à appel public à l'épargne et le bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers ».

La cour d'appel de Paris a jugé par ailleurs « qu'en l'absence, dans le Code monétaire et financier, à la date de constitution du fonds, d'une possibilité de dérogation contractuelle à l'obligation de restitution pesant sur le dépositaire, les accords conclus par (la banque dépositaire) avec (la société de gestion) et LBIE ne lui permettent pas de s'exonérer de cette obligation ou même d'en limiter la portée, peu importe, par ailleurs, que l'AMF ait pris connaissance de ces accords dans le cadre de la procédure d'agrément ».

Par ailleurs, la cour d'appel a refusé de faire droit aux demandes des dépositaires visant à réduire le périmètre de la conservation en arguant qu'était intervenue une compensation entre dettes et créances réciproques de LBIE et des fonds.

4 - Après un bref rappel des moyens soulevés devant la cour d'appel et la Cour de cassation (i), seront évoquées les conséquences à tirer de ces arrêts en formulant un certain nombre d'observations que ces décisions fondées sur des impératifs d'ordre public commandent (ii), seront ensuite évoqués les effets des arrêts précités fondés sur l'obligation de restitution immédiate elle-même fondée sur l'ordre public (iii), en conclusion, l'accent sera mis sur l'urgente nécessité d'harmonisation européenne du régime de la responsabilité du dépositaire d'OPCVM (iv).

## 2. Les arrêts de la Cour de cassation précités et leurs effets

### A. - Les moyens de cassation

5 - Les pourvois dans les trois affaires étaient étayés par deux moyens chacun. Ceux-ci n'étaient toutefois pas identiques.

#### 1° Premier moyen de cassation

6 - Les premiers moyens invoqués dans les affaires Société Générale et Dexia s'articulent sur les termes des conventions conclues qui prévoient que la tenue de comptes-conservation sur les avoirs des fonds confiés à LBIE, à l'initiative des sociétés de gestion, était assurée par LBIE.

La Société Générale avait formulé son premier moyen sur le fondement que les obligations de conservation et de restitution qui pèsent sur le dépositaire ne peuvent porter que sur des instruments financiers ou espèces dont le fonds a gardé la libre disposition et que cette obligation de restitution ne peut être retenue dès lors que ces actifs ont fait l'objet d'un acte de disposition volontairement consenti du chef de la société de gestion du fonds en vertu duquel ces actifs (inscrits dans les livres de LBIE au nom du Fonds dont LBIE assurait la tenue de comptes-conservation) ont été remis à LBIE et nantis à son profit sous forme de garantie financière avec constitution de sûreté (avec dépossession) en garantie des financements consentis au fonds par LBIE, celle-ci bénéficiant, par ailleurs, d'un droit de rétention. La Société Générale contestait, par ailleurs, le caractère d'ordre public des dispositions de l'article L. 214-26 du Code monétaire et financier et des articles 323-2 et 322-4 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« **RGAMF** »).

RBC Dexia, dans les deux affaires (Delta et Laffite) soutenait dans ses premiers moyens de cassation que les obligations de restitution mises à la charge du dépositaire n'empêchent pas celui-ci de conclure avec l'accord de la société de gestion représentant les intérêts du fonds une convention de délégation parfaite portant sur tout ou partie des actifs du fonds par laquelle le tiers délégué est investi de la qualité de teneur de compte-conservateur, le délégué étant par ailleurs déchargé pour les mêmes actifs de son obligation de restitution y afférente, cette obligation incombant au nouveau teneur de compte-conservateur.

#### 2° Les seconds moyens (subsidiaires)

7 - Ces deuxième moyens portaient sur le calcul de l'assiette des actifs restituables.

La Société Générale invoquait la dénaturation par la cour d'appel de Paris des stipulations de la convention de *Prime Brokerage (International Prime Brokerage Agreement)* ou « **IPBA** » interdisant la compensation entre dettes du fonds et obligation de restitution de LBIE au titre des actifs utilisés. La cour d'appel de Paris affirmait en effet que les clauses de la convention de *Prime Brokerage* n'étaient pas de nature à proscrire une telle compensation.

RBC Dexia invoquait dans l'affaire *Delta* l'excès de pouvoir de l'AMF dès lors que celle-ci exerçait son pouvoir spécial d'injonction dont la finalité était de prévenir un manquement du dépositaire.

4. PE et Cons. UE, dir. n° 2002/47/CE, 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière.

taire résultant des dispositions législatives et réglementaires, alors qu'il résultait des constatations de la cour d'appel que ce manquement avait été consommé, la défaillance du dépositaire au titre de ces manquements au titre de son devoir de surveillance relevant de la responsabilité civile ouvrant droit à une action en réparation indemnitaire<sup>5</sup>.

Dans l'affaire *Laffitte* dans laquelle les dettes du fonds étaient inférieures à la créance de celui-ci à l'encontre de LBIE au titre de l'obligation de restitution de LBIE des actifs ayant fait l'objet d'une utilisation par LBIE, RBC Dexia avait formulé un moyen similaire à celui de la Société Générale.

## B. - Les arrêts de la Cour de cassation

### 1° L'arrêt Société Générale

8 - Reprenant les motifs de l'arrêt de la cour d'appel de Paris du 8 avril 2009, la Cour de cassation juge qu'en l'état des énonciations (fondées sur l'ordre public) desquelles il résulte que ni l'existence d'un-nantissement sur les actifs du fonds constitué par la Société DTAM au bénéfice de la Société LBIE, ni la conclusion avec cette dernière d'une convention de sous-conservation n'étaient de nature à dispenser la Société Générale de l'obligation de restitution à laquelle elle était tenue en qualité de dépositaire de ces actifs, la cour d'appel n'avait dès lors ni à répondre aux conclusions invoquées par la quatrième branche, ni à procéder aux recherches ou à avoir égard aux circonstances visées par les première, deuxième, troisième, septième et huitième branches, ces énonciations étant inopérantes à statuer en droit.

Pour le deuxième moyen, la Cour de cassation a retenu que c'est sans dénaturer les termes de la convention de *Prime Brokerage* que la cour d'appel a retenu qu'il y avait lieu de se référer à compensation entre les dettes réciproques des parties prévues dans cette hypothèse par ladite convention, que le moyen, non fondé en sa dernière branche, ne peut pour le surplus être accueilli.

### 2° L'arrêt RBC Dexia Delta

9 - La Cour de cassation a jugé dans cette affaire sous le visa de l'article L. 214-26 du Code monétaire et financier et des articles 322-4, 323-1 ; 323-2, 323-3 et 323-14 RGAMF que le dépositaire ne peut être déchargé de l'obligation de restituer les instruments financiers dont il a la garde, même lorsqu'il délègue à un tiers la conservation des actifs du fonds et que c'est ainsi à bon droit que la cour d'appel, qui a fait les recherches prétendument omises, avait jugé que RBC Dexia ne s'était pas trouvée libérée par les effets des accords conclus de son obligation de restitution des instruments financiers faisant l'objet d'une sous-conservation.

Sur le deuxième moyen, la Cour a jugé que la cour d'appel a constaté que LBIE avait utilisé des actifs alors qu'elle n'était titulaire d'aucune créance sur le fonds. La cour d'appel en a exactement déduit que le dépositaire était tenu de restituer des actifs que LBIE s'était irrégulièrement appropriés.

Elle juge également que c'est à bon droit que l'AMF a fait usage de ses pouvoirs d'injonction.

### 3° L'arrêt RBC Dexia Laffitte

10 - Pour le premier moyen invoqué, celui-ci étant identique à celui utilisé dans l'affaire *Delta*, la Cour de cassation reprend la même motivation que dans l'affaire *Delta*.

Pour le second moyen, la Cour reprend la même motivation que celle utilisée pour le second moyen utilisé par la Société Générale dans l'affaire la concernant.

5. La cour d'appel a constaté que LBIE avait effectivement réutilisé des actifs affectés en garantie de ses créances sur le fonds géré par la société de gestion Delta, lesquels étaient par conséquent sortis du patrimoine du fonds. La Cour d'appel aurait dû, selon le moyen invoqué par Dexia, en déduire que ces actifs concernés se trouvaient exclus du champ de l'obligation de restitution de RBC Dexia, nonobstant l'irrégularité de cette réutilisation.

## 3. Quelles conséquences tirer de ces arrêts de cassation ?

11 - En affirmant par un arrêt de principe, l'obligation de restitution du dépositaire d'OPCVM *absolue et immédiate en toutes circonstances* au regard des règles d'ordre public, la cour d'appel de Paris avait instauré le principe d'une *responsabilité sans faute* très éloignée de la pratique des autres États membres de l'Union Européenne. Le dépositaire qui est transformé en *assureur* ou *garant* est tenu à une *obligation de résultat*.

Cette règle, telle que confirmée par la Cour de cassation, ne permet aucune possibilité de dérogation contractuelle permettant au dépositaire de s'exonérer de ses responsabilités en matière de restitution des actifs en sous-conservation ou encore de réduire la portée de cette obligation de restitution en l'absence dans le Code monétaire et financier, à la date de constitution du fonds, d'une possibilité de dérogation contractuelle à l'obligation de restitution pesant sur le dépositaire.

Ces arrêts qui ont fait l'objet de nombreuses critiques<sup>6</sup> suscitent un grand nombre d'interrogations. Les principes retenus sont issus d'une interprétation très extensive des dispositions du Code monétaire et financier et du RGAMF invoquées, certains de ces textes constituant la transposition de textes européens dont l'interprétation est susceptible de portées très différentes ou se trouvent dénaturées. En édictant une conception aussi sévère et extensive de la responsabilité du dépositaire d'OPCVM, la France se singularise en Europe. L'objet de cet article est de mettre en lumière un certain nombre d'interrogations que suscitent ces arrêts.

### A. - Aucun texte du Code monétaire et financier ou du RGAMF n'impose de manière explicite au dépositaire d'OPCVM une obligation de restitution immédiate dès lors que les actifs sont conservés par un tiers, qui en assure la tenue de compte-conservation

#### 1° L'obligation de restitution du dépositaire d'OPCVM invoquée par l'AMF ne résulte pas d'une disposition unique mais d'une combinaison de textes

12 - L'obligation de restitution attribuée au dépositaire d'OPCVM résulte de la combinaison de plusieurs textes législatifs et réglementaires et notamment les articles L. 214-26 du Code monétaire et financier et 323-2 et 322-4 RGAMF.

Aux termes de ces dispositifs, le règlement d'un fonds prévoit que ses actifs sont conservés par un dépositaire unique (*C. monét. fin., art. L. 214-26*) qui **assure la tenue de compte-conservation de ces actifs**<sup>7</sup>.

C'est au titre de l'exercice de la fonction de tenue de compte-conservation que le dépositaire se voit imposer l'obligation de restitution « *des instruments financiers inscrits en compte dans ses livres.* »<sup>8</sup>

Les textes prévoient que **le dépositaire** peut recourir à un ou plusieurs mandataires pour effectuer tout ou partie des tâches liées à son activité de conservation des actifs de l'OPC.<sup>9</sup>

6. Ph. Goutay, *Obligation de restitution des dépositaires : les arrêts du 8 avril 2009 de la Cour d'appel de Paris* : RTDF 2009, n° 1, p. 166. - I. Riassetto et A. Prüm : *Bull. Joly Bourse* mai 2009, n° 3 p. 191. - A. Prüm, *Faillite de Lehman Brothers, les dépositaires d'OPCVM sous pression* : RD bancaire et fin. 2009, repère 3 p. 1. - Bussière : *Banque et droit*, mai 2009, n° 125, p. 54. - J.-P. Mattout et A. Prüm, *L'obligation de restitution d'un dépositaire d'actifs d'OPCVM* : Dr. et patrimoine, sept. 2009, n° 184, p. 102. - O. Douvreur, *Lehman Brothers prime broker* : RD bancaire et fin. 2009, étude 5, p. 62. - Th. Bonneau : *Dr. sociétés* 2009, comm. 10. - J. Setour, *Responsabilité des dépositaires : une victoire à la Pyrrhus ?* : Option Finance, n° 1077, mai 2010, p. 29.

7. AMF, RC, art. 323-2.

8. AMF, RC, art. 322-4, 3°.

9. AMF, RC, art. 323-14.

Une telle sous-traitance ne soulève pas de difficulté dès lors que celle-ci concerne la tenue des comptes dans les livres du teneur de compte conservateur ou du dépositaire<sup>10</sup>.

Les obligations de conservation et de restitution qui pèsent sur le dépositaire des actifs d'un fonds commun de placement ne peuvent, en effet, rationnellement s'exercer que sur des instruments financiers ou des espèces dont ce fonds a conservé la possession et la libre disposition.

Le recours à un tiers se justifie en effet par la nécessité de lui confier des fonctions techniques ou encore par la nécessité d'avoir recours à un sous-conservateur étranger pour assurer la conservation de titres régis par un droit étranger. Dans ce cas, il s'agit en l'occurrence d'un contrat de sous-traitance dont le dépositaire a pris l'initiative.<sup>11</sup>

Dans ce cas, selon l'article L. 214-26, troisième alinéa « **sa responsabilité n'est pas affectée par le fait qu'il confie à un tiers tout ou partie des actifs dont il a la garde** ».

### 2° Dans le cas d'un recours à un Prime Broker, la tenue de compte-conservation est assurée par ce dernier sur instruction de la société de gestion en vertu de dispositions contractuelles bilatérales entre celle-ci et le Prime Broker

13 - Dans le cas de figure objet des arrêts précités, c'est bien le Prime Broker qui assure la tenue de compte-conservation des actifs qui lui avaient été confiés en vertu de l'IPBA, convention bilatérale entre la société de gestion agissant pour le compte du fonds et le Prime Broker.

La remise de ces actifs constituait un acte de disposition de la société de gestion, acte indispensable pour permettre au Prime Broker d'exercer ses fonctions et mettre en œuvre les stratégies de gestion alternative qui sont celles des OPCVM ARIA EL.

À cet effet, le fonds agissant par l'intermédiaire de sa société de gestion a constitué sur l'ensemble des actifs mis en conservation auprès du Prime Broker un contrat de garantie avec constitution de sûretés selon les dispositions de la directive européenne sur les contrats de garantie financière reconnaissant également le recours à un droit d'utilisation des titres remis en garantie par le bénéficiaire de ces garanties en l'occurrence le Prime Broker.

Comme le prévoit cette directive, ce droit d'utilisation n'est ouvert qu'au bénéficiaire d'une garantie financière avec constitution de sûretés qui implique la **dépossession** du constituant<sup>12</sup>.

Dans ce cas de figure, l'on se retrouve dans une situation où il y a dissociation entre la fonction de dépositaire et de conservation des actifs du fonds, cette dernière fonction étant confiée au Prime Broker, qui est visée par les articles L. 214-26, alinéa 3, du Code monétaire et financier et l'article 323-4 RGAMF<sup>13</sup>.

### 3° La dissociation entre la fonction de conservation et de dépositaire entraîne des régimes de responsabilité distincts

a) *Le dispositif européen en matière de responsabilité des dépositaires d'OPCVM : la directive OPCVM<sup>14</sup> et sa transposition en droit français*

14 - Ce sont les articles 7 et 9 de cette directive OPCVM qui visent les principes régissant la responsabilité des dépositaires d'OPCVM qui sont résumés comme suit :

**Article 7.1** : « La garde des actifs de fonds commun de placement doit être confiée à un dépositaire ».

**Article 7.2** : « La responsabilité du dépositaire, telle que visée à l'article 9, n'est pas affectée par le fait qu'il confie à un tiers tout ou partie des actifs dont il a la garde ».

**Article 9** : « Le dépositaire est responsable, selon le droit national de l'État où est situé le siège statutaire de la société de gestion, à l'égard de la société de gestion et des participants, de tout préjudice subi par eux et résultant de l'inexécution ou de la mauvaise exécution de ses obligations. À l'égard des participants, la responsabilité peut être mise en cause directement, ou indirectement par l'intermédiaire de la société de gestion, selon la nature juridique des rapports existant entre le dépositaire, la société de gestion et les participants. »

15 - Par ailleurs, l'article 10 de la directive OPCVM précise que :

1. Les fonctions de société de gestion et de dépositaire ne peuvent être exercées par la même société.

2. La société de gestion et le dépositaire doivent, dans l'exercice de leurs fonctions respectives, agir de façon indépendante et exclusivement dans l'intérêt des participants.

Le dispositif de la directive OPCVM reste silencieux sur l'étendue de la responsabilité du dépositaire dans le contexte de la délégation de la garde des actifs du fonds, laissant au droit national le soin d'en définir les contours.

Le ministère des Finances de la France a ainsi été amené à rappeler dans sa réponse à la consultation lancée par la Commission européenne en juillet 2009<sup>15</sup> sur la responsabilité du dépositaire d'un OPCVM coordonné en Europe que la directive Européenne ne prévoit pas de responsabilité spécifique du dépositaire en cas de délégation de la tenue de compte conservation. Il est ainsi reconnu que la responsabilité du dépositaire en cas de délégation énoncée dans les articles 7(2) et 14(2) de la directive OPCVM n'est pas clairement définie et que les dispositions du droit national ne convergent pas. En réponse à la question 15 de la consultation européenne, il est ainsi précisé :

« La responsabilité du dépositaire n'est pas affectée par le fait qu'il confie à un tiers tout ou partie des actifs dont il a la garde. La Directive permet ainsi qu'un dépositaire délègue des actifs en conservation à un tiers, mais sans définir la responsabilité du dépositaire, dans ce cas de figure, autrement qu'en précisant que cette responsabilité n'est pas affectée. Ainsi les responsabilités ne sont pas clairement définies et les dispositions de droit national ne convergent pas ».<sup>16</sup>

10. Hypothèse envisagée à l'article 322-40 du Règlement général AMF qui dispose que « Le teneur de compte-conservateur peut charger, simultanément à un mandat de conservation ou indépendamment de celui-ci, un tiers de mettre des moyens techniques à sa disposition ». - V. P. Coutay, *Responsabilité du dépositaire, Le débat est-il clos ?* : Banque et droit 2010, n° 132, p. 9 s.

11. V. à ce propos I. Riassetto, *Obligation de restitution du dépositaire d'OPCVM : RD bancaire et fin. 2010, comm. 161*.

12. Il s'agit en droit français d'un nantissement et en droit anglais d'un security interest.

13. L'article L. 214-26, alinéa 3, du Code monétaire et financier prévoit en effet la possibilité pour le dépositaire de « confie[r] à un tiers tout ou partie des actifs dont il a la garde ».

L'article 323-14 du Règlement général AMF prévoit quant à lui que « lorsqu'il délègue la conservation des actifs de l'OPC, le dépositaire établit une convention qui précise l'étendue de la délégation ainsi que les procédures et moyens qu'il a mis en place afin d'assurer le contrôle des opérations effectuées par le mandataire ». Il est également précisé que « la responsabilité du dépositaire n'est pas affectée par le fait qu'il mandate un tiers pour conserver les actifs de l'OPC ». Dans le cas d'espèce, toutefois, la délégation de la conservation des actifs au Prime Broker est mise en œuvre à l'initiative de la société de gestion du fonds et non de son dépositaire.

14. *Cons. UE, dir., 20 déc. 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (« directive OPCVM »)*.

15. La Commission européenne a lancé en juillet 2009 (*Working Document of the Commission Services*) (DG MARKT) (*Consultation Paper on the UCITS Depository Function*) une consultation sur la responsabilité du dépositaire d'un OPCVM coordonné en Europe. Cette consultation aborde également le volet de cette responsabilité lorsque le dépositaire délègue la garde des avoirs en conservation.

16. Traduit de l'anglais Réponse du Gouvernement français à la consultation européenne publiée sur le site de la Commission européenne le 26 novembre 2009 : [http://circa.europa.eu/Public/irc/markt/markt\\_consultations/library?l=financial\\_services/investment\\_funds/public\\_authorities/authorities\\_frpdf/\\_EN\\_1.0\\_](http://circa.europa.eu/Public/irc/markt/markt_consultations/library?l=financial_services/investment_funds/public_authorities/authorities_frpdf/_EN_1.0_).

16 - La France a transposé la directive OPCVM de manière fidèle<sup>17</sup>, sans ajouter d'obligation particulière, notamment en ce qui concerne les missions du dépositaire et de sa responsabilité. Cette transposition est reflétée dans les articles L. 214-26<sup>18</sup> et L. 214-28 du Code monétaire et financier précités.

Le lecteur ne pourra que constater à la lecture des dispositions visées ci-dessus l'absence de la moindre référence à une obligation de restitution immédiate<sup>19</sup> des avoirs confiés au dépositaire d'OPCVM dès lors que la conservation de ceux-ci a été confiée à un tiers. Rien dans les textes n'interdit la dissociation des fonctions de conservation et de dépositaire.

#### b) Faculté de dissociation de la fonction de conservateur et de dépositaire

17 - Délégation de la fonction de conservation. – La faculté de délégation de la fonction de conservation est prévue par les textes. C'est ainsi que l'article L. 214-26, alinéa 3, du Code monétaire et financier prévoit en effet la possibilité pour le dépositaire de « *confie[r] à un tiers tout ou partie des actifs dont il a la garde* »<sup>20</sup>.

L'obligation de restitution trouve sa racine dans une obligation imposée par le régulateur. Cette obligation est, selon la thèse de l'AMF, liée à la fonction de tenue de compte-conservation qui peut être déléguée.

Cette fonction est distincte de la fonction de dépositaire qui elle ne peut faire l'objet d'une délégation.

18 - **La fonction dépositaire.** – L'obligation caractéristique de dépositaire est en effet d'assurer une mission permanente de

contrôle de la régularité des décisions de la société de gestion du fonds<sup>21</sup>. Il s'agit du cœur même de sa mission.

C'est la mission principale imposée par les dispositions de l'article L. 214-26 du Code monétaire et financier précité renforcée par les dispositions de l'article 323-5 RGAMF qui dispose que « *le dépositaire veille au respect des dispositions législatives et réglementaires applicables à l'organisme de placement collectif dans les conditions mentionnées aux articles 323-18 à 323-22* ».

Pour l'essentiel, son contrôle doit porter, ainsi que le précise l'article 323-19 RGAMF, sur le respect des règles d'investissement et de composition de l'actif de l'OPCVM, sur la réalité de ces actifs et sur les règles et procédures de valorisation de ces actifs.

C'est précisément pour permettre au dépositaire d'assurer sa mission de contrôle qu'avait été conclue la convention tripartite visée ci-dessus.

Dans un scénario de *Prime Brokerage*, la fonction de conservation portant sur la totalité de l'actif du fonds était déléguée au *Prime Broker* qui assurait la tenue de compte conservation.

Cette convention tripartite devait s'analyser comme un acte essentiellement reconnaissant, par lequel le dépositaire prenait acte de la volonté de la société de gestion du fonds de mettre le *Prime Broker* en possession des actifs du fonds dont celui-ci devait assurer la tenue de compte conservation. Par ailleurs, en vertu de l'IPBA, était constitué en faveur du *Prime Broker* un nantissement sur ces actifs en garantie des concours financiers que celui-ci devait mettre en place au titre de l'IPBA.

Le dépositaire prenait ainsi acte de la mise en place de ce dispositif et de la faculté reconnue au bénéficiaire du *Prime Broker* d'utiliser les actifs ainsi nantis, conformément aux dispositions de la Directive Garantie Financière et plus particulièrement son article 5.4 :

Le *Prime Broker* était également tenu, aux termes de cette convention IPBA, de fournir de manière régulière et parfois quotidienne les informations permettant au dépositaire d'assurer sa **mission de contrôle**, qui, rappelons le, doit se limiter à un contrôle de légalité. Ce contrôle s'effectue *a posteriori* et exclut tout contrôle d'opportunité.<sup>22</sup>

19 - **La notion de responsabilité.** – Le concept de responsabilité renvoie par ailleurs à l'obligation de réparation pesant sur l'auteur d'un dommage résultant d'une faute commise par celui-ci et sous réserve d'un lien de causalité suffisant entre la faute et le dommage allégué.

Ce sont les règles de la responsabilité civile<sup>23</sup> qui doivent trouver leur application dans cette situation dès lors que la nature et l'étendue de la responsabilité encourue par le dépositaire n'a pas été précisée<sup>24</sup>.

La France s'est montrée évasive sur la nature et l'étendue de la responsabilité encourue par le dépositaire. D'autres pays ont été plus précis. C'est ainsi que le Luxembourg a, dans une circulaire de l'Institut Monétaire Luxembourgeois n° 91-75 du 21 janvier 1991, prise en application d'une loi du 30 mars 1988, transposant elle-même la Directive OPCVM, précisé que « *la notion de garde, telle qu'elle est employée pour désigner la mission générale du dépositaire, n'est pas à comprendre dans sa signification de « conserver », mais dans sa signification de « surveiller », ce qui implique que le dépositaire doit savoir à tout moment de quelle*

17. Sur ce point, rappelons que le législateur français n'a pas souhaité aller au-delà de la simple transposition des termes de la directive OPCVM ainsi que cela ressort clairement des travaux législatifs ayant conduit à l'adoption de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux OPCVM.

Le rapport de Monsieur Jacques Larché concernant l'article 10 du projet de loi visant à transposer la directive OPCVM indiquait en effet :

« *L'article 10 du projet soumis à notre examen se propose la redéfinition des caractéristiques du dépositaire du fonds commun de placement. Cette redéfinition est imposée par la directive. (...)*

*Votre commission vous proposera de réécrire l'article 10 dans des termes décalqués de la directive européenne.* » (Cet article 10 est devenu l'article 13 de la loi de 1988 puis l'article L. 214-26 du Code monétaire et financier).

À ce titre, Monsieur Jacques Larché rappelait, au cours de la séance du Sénat en date du 19 novembre 1988 (V. Séance du Sénat, 19 nov. 1988, p. 1323) que :

« *la redéfinition des caractéristiques du dépositaire du fonds commun de placement (...) est imposée par la directive.*

« *Il ne s'agit pour nous – cela doit être parfaitement clair – que de traduire dans la loi les prescriptions de la directive.* C'est l'objectif de l'harmonisation. »

18. L'article L. 214-26 du Code monétaire et financier dispose que :

« *Le règlement du fonds doit prévoir que ses actifs sont conservés par un dépositaire unique distinct de la société de gestion du fonds et qui s'assure de la régularité des décisions de cette société.*

*Ce dépositaire est choisi par la société de gestion sur une liste établie par le ministre chargé de l'économie.*

*Sa responsabilité n'est pas affectée par le fait qu'il confie à un tiers tout ou partie des actifs dont il a la garde.*

*Il doit avoir son siège social en France.* »

L'article L. 214-28 du Code monétaire et financier dispose que :

« *La société de gestion ou le dépositaire sont responsables individuellement ou solidairement, selon le cas, envers les tiers ou envers les porteurs de parts, soit des infractions aux dispositions législatives ou réglementaires applicables aux fonds communs de placement, soit de la violation du règlement du fonds, soit de leurs fautes.* »

19. L'obligation de restitution est rattachée à la fonction de tenue de compte conservation qu'exerce le dépositaire dès lors qu'il assure cette fonction (V. AMF, RG, art. 332-2). Le teneur de compte conservateur est, en vertu de l'article 322-4 RGAMF, tenu de restituer les instruments financiers inscrits en compte dans ses livres.

20. L'article 323-14 du RGAMF prévoit quant à lui que :

« *lorsqu'il délègue la conservation des actifs de l'OPC, le dépositaire établit une convention qui précise l'étendue de la délégation ainsi que les procédures et moyens qu'il a mis en place afin d'assurer le contrôle des opérations effectuées par le mandataire.* »

Il est également précisé que :

« *la responsabilité du dépositaire n'est pas affectée par le fait qu'il mandate un tiers pour conserver les actifs de l'OPC.* »

21. V. Th. Bonneau, *Les fonds communs de placement, les fonds communs de créances, et le droit civil* : RTD civ. 1991, p. 1, n° 87. – A. Bougnoux, *OPCVM, Règles Communes* : JCl. Banque-Crédit-Bourse, Fasc. 2237, n° 110.

22. V. RGAMF, art. 323-5.

23. Il ressort de l'enquête diligentée par CESR dont les résultats ont été publiés en janvier 2010 « *Mapping of duties and liabilities of UCITS depositaries* » que la responsabilité des dépositaires y compris en cas de délégation de la conservation des avoirs relevait du régime de la responsabilité civile régie par le Code civil.

24. Dans le second moyen soulevé par RBC Dexia dans l'affaire *Delta*, celle-ci soutenait que la défaillance du dépositaire au titre de ces manquements au titre de son devoir de surveillance relevait de la responsabilité civile ouvrant droit à une action en réparation indemnitaire.

**façon les actifs de l'OPC sont investis et où et comment ces actifs sont disponibles ».**

Au chapitre sur la responsabilité du dépositaire, il est encore précisé : « Comme il a été dit plus haut, la notion de garde des actifs d'un OPC par le dépositaire est à considérer dans sa signification de surveiller. Pour l'ensemble des tâches qui lui incombent (...), le dépositaire est donc chargé d'une obligation de surveillance qui comporte une responsabilité pour inexécution ou mauvaise exécution fautive des tâches en question. **À celui qui a subi un préjudice, il échoit dès lors de prouver la faute du dépositaire dans son obligation de surveillance et la relation de cause à effet.** Cette surveillance du dépositaire s'exerce notamment à l'égard des tiers auprès desquels les actifs de l'OPC se trouvent en dépôt. Quant au contenu de l'obligation de surveillance du dépositaire, l'on peut considérer que le dépositaire satisfait à son obligation de surveillance lorsqu'il est convaincu dès le départ et pendant toute la durée du contrat que les tiers auprès desquels les actifs de l'OPC sont en dépôt, sont honorables et compétents, et bénéficient d'un crédit suffisant... »<sup>25</sup>

#### **4° Les actifs dont la fonction de tenue de compte conservation avait été déléguée au Prime Broker à l'initiative de la société de gestion avaient été affectés en garantie au bénéfice du Prime Broker**

20 - C'est en toute légalité que chacune des sociétés de gestion agissant pour le fonds dont elle assurait la gestion avait constitué un nantissement avec dépossession en faveur du Prime Broker sur la totalité des actifs dont celui-ci s'était vu confier la garde à l'initiative de cette société de gestion.

Celle-ci exerçait un acte de disposition qui entraînait parfaitement dans ses prérogatives. Le dépositaire n'avait pas à juger de l'opportunité de cette décision dont il avait pris acte dans le cadre de la convention tripartite précitée.

Cet acte de disposition était d'autant plus légitime qu'il était expressément visé par l'article 5 de la directive Garantie financière. Il n'est pas inutile de rappeler que cet Article 5 avait précisément été mis en place pour offrir au Prime Brokerage un cadre juridique harmonisé en Europe<sup>26</sup>.

25. V. à ce propos Hervé Pisani, *La responsabilité des différents acteurs OPCVM à la lumière de affaires Lehmann et Madoff* : RTDF n° 1/2 2009, *Colloque d'Actualité du droit financier sur fond de crise*, Mardi 7 avril 2009, Paris et A. Prüm, *Faillite de Lehman Brothers : les dépositaires d'OPCVM sous pression : RD bancaire et fin.* 2009, repère 3.

26. PE et Cons. UE, dir. 2002/47/CE, 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière, art. 5

1. Pour autant que les stipulations d'un contrat de garantie financière avec constitution de sûreté le prévoient, les États membres font en sorte que le preneur de la garantie puisse exercer le droit d'utilisation en ce qui concerne des instruments financiers fournis en vertu du contrat de garantie financière avec constitution de sûreté.

2. Lorsque le preneur de la garantie exerce son droit d'utilisation, il contracte l'obligation de transférer une garantie équivalente pour remplacer les instruments financiers originellement constitués en garantie au plus tard à la date fixée pour l'exécution des obligations financières couvertes par le contrat de garantie financière avec constitution de sûreté.

Alternativement, à la date fixée pour l'exécution des obligations financières couvertes, le preneur de la garantie doit soit transférer la garantie équivalente, soit, si et dans la mesure où les stipulations du contrat de garantie financière avec constitution de sûreté le prévoient, la réaliser par compensation ou pour acquit des obligations financières couvertes.

3. Les instruments financiers transférés en application du paragraphe 2, premier alinéa, sont soumis au même contrat de garantie financière avec constitution de sûreté que celui auquel étaient soumis les instruments financiers remis initialement et sont considérés comme ayant été remis au moment de la constitution de la garantie initiale en vertu du contrat de garantie financière avec constitution de sûreté.

4. Les États membres font en sorte que l'utilisation des instruments financiers par le preneur de la garantie en application du présent article ne rende pas caducs ou inapplicables les droits du preneur de la garantie en vertu du contrat de garantie financière avec constitution de sûreté en ce qui concerne la garantie financière transférée par le preneur de la garantie en application du paragraphe 2, premier alinéa.

Par ailleurs, cette sûreté conférait au Prime Broker un droit de rétention sur ces actifs ainsi remis en garantie des dettes du fonds au titre des concours mis en place par le Prime Broker.

L'obligation de restituer au fonds les actifs nantis ne pouvait donc qu'incomber au Prime Broker entre les mains duquel les actifs avaient été remis conformément à l'IPBA.

Ces actifs ainsi nantis ne pouvaient, aux termes de l'IPBA, faire l'objet d'une restitution qu'après mainlevée. Celle-ci était subordonnée au complet apurement des dettes du fonds à l'égard du Prime Broker.

#### **5° L'ordre public**

21 - Les arrêts de la cour d'appel de Paris ainsi que ceux de la Cour de cassation invoquent « les dispositions d'ordre public destinées à assurer la protection de l'épargne investie dans les produits financiers et tous autres placements donnant lieu à appel public à l'épargne et le bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers ».

Il est surprenant qu'au motif de l'ordre public invoqué, aussi bien la cour d'appel que la Cour de cassation aient cru pouvoir se dispenser d'analyser les conventions et notamment l'IPBA. Une telle analyse aurait immanquablement révélé que la mainmise de LBIE sur les actifs qui lui avaient été confiés à l'initiative de la société de gestion ne procédait pas d'un sous-contrat conclu par le dépositaire en vue de sous-traiter au Prime Broker l'exécution matérielle de tâches relevant de son obligation de conservation.

Une telle analyse aurait fait apparaître également que ces avoirs avaient été confiés au Prime Broker par la société de gestion aux termes d'un contrat régulièrement conclu aux risques et périls de celle-ci stipulant le dessaisissement de l'ensemble des actifs du fonds afin de permettre la constitution d'un gage sur ceux-ci au bénéfice du Prime Broker.

Il aurait également été constaté que ces actifs frappés par ce gage faisaient l'objet d'un droit de rétention au Prime Broker et qu'ils ne pouvaient faire l'objet d'une restitution par le Prime Broker qu'après complet apurement du passif garanti et mainlevée des sûretés.

22 - L'invoquant de l'ordre public ne peut que surprendre alors que le dispositif mis en place par les sociétés de gestion était en tous points conforme aux règles mises en place dans le contexte de la directive Garantie financière.

Il était également conforme aux dispositions législatives et réglementaires françaises. Celles-ci n'entraient pas une société de gestion assurant la gestion d'un Fonds Aria EL de disposer en toute légalité de ses actifs en vue de les confier à un Prime Broker qui en assure la tenue de compte-conservation et se voit consentir en garantie des concours qu'il s'engage à consentir en vertu des contrats le liant au fonds un nantissement avec dépossession sur la totalité des actifs confiés à sa garde et sur lesquels il se voit reconnaître un droit d'utilisation.

En statuant ainsi aussi bien la cour d'appel que la Cour de cassation ont confondu le caractère impératif de l'obligation de restitution et l'assiette de cette obligation, qui, elle, dépend entièrement des décisions de la société de gestion dont le dépositaire n'est pas juge de l'opportunité<sup>27</sup>.

23 - Il est également surprenant de voir invoquer la protection de l'épargne investie et la protection des marchés financiers alors que la souscription des parts de fonds ARIA EL est expressément réservée aux investisseurs qualifiés qui étaient informés des risques inhé-

5. Si un fait entraînant l'exécution de la garantie se produit alors qu'une obligation visée au paragraphe 2, premier alinéa, est encore inexécutée, ladite obligation peut faire l'objet d'une compensation avec déchéance du terme.

Il n'est pas inutile de rappeler que les articles R. 214-12 et R. 214-35, III, du Code monétaire et financier prévoient également que pour la réalisation de son objectif de gestion, un OPCVM peut recevoir ou octroyer les garanties mentionnées à l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier, ce dernier transposant notamment l'article 5 d la directive Garantie financière.

27. V. P. Goutay, *op. cit.*, p. 11.

rents aux opérations des fonds concernés en cas de défaillance du *Prime Broker* par le prospectus de présentation visé par l'AMF.

Par ailleurs, c'est à un véritable risque systémique potentiel que les arrêts précités exposent les marchés en imposant aux dépositaires une obligation de garantie de la défaillance d'un *Prime Broker* et, de manière plus générale, de la défaillance d'un sous-conservateur en imposant au dépositaire une obligation de restitution immédiate et inconditionnelle.

Aujourd'hui, ce risque est mal rémunéré. Les principes énoncés par la Cour de cassation pourraient inciter les acteurs de marché à réviser à la hausse leurs conditions d'intervention obérant ainsi la compétitivité de la place de Paris<sup>28</sup>.

## B. - Le périmètre de restitution des avoirs des fonds

24 - La cour d'appel avait constaté dans l'arrêt *Société Générale* que ni le fonds ni le dépositaire n'ont contesté que la détermination du périmètre des actifs restituables par le dépositaire devait s'opérer en se référant à l'IPBA.

À la suite de cette constatation, elle aurait dû s'atteler à analyser cette convention régie par le droit anglais.

Or, elle en a dénaturé les termes comme elle a également ignoré les dispositions de l'article 5.2 de la directive Garantie financière qui a été transposé de manière quasi littérale en Grande Bretagne.

### 1° Rappel du dispositif de la directive Garantie financière

#### a) La finalité de la directive Garantie financière

25 - La directive Garantie financière a pour finalité l'introduction à travers l'Union Européenne d'un dispositif harmonisé en matière de garanties affectées à l'exécution des garanties financières.

Ces garanties prennent la forme soit d'un transfert de propriété, soit la forme d'un contrat de garantie avec constitution de sûreté. Dans ce dernier cas, il y a obligatoirement déposition.

Aux termes de l'article 4 de la directive Garantie financière, toute garantie financière fournie en vertu d'un contrat de garantie financière avec constitution de sûreté doit pouvoir être réalisée **conformément aux stipulations du contrat** par voie de vente ou d'appropriation des instruments financiers constitués en garantie, soit en compensation, soit pour acquit des obligations financières couvertes.

#### b) Reconnaissance de la clause de « close out netting »

26 - La directive Garantie financière prévoit également la reconnaissance des clauses de compensation avec déchéance du terme (« close out netting ») (articles 2.1(n) (Définitions) et 7).

Ces clauses sont soit prévues par le contrat soit, en l'absence d'une stipulation contractuelle, par une disposition législative prévoyant la déchéance du terme dès lors que survient un fait motivant l'exécution par novation ou par compensation ou d'une autre manière.

Ce type de compensation avec déchéance du terme a pour effet de **résilier l'ensemble du contrat**, de rendre toutes les obligations immédiatement exigibles et de créer un solde de résiliation constitué par une **créance pour une somme d'argent** après évaluation de l'ensemble des avoirs mis en garantie et des dettes contractées. Dès lors que des droits réels sont intégrés dans l'assiette des dettes et créances réciproques à compenser, elle a donc pour effet de transformer un droit réel en créance pour une somme d'argent.

#### c) Droit d'utilisation

27 - Par ailleurs, la directive Garantie financière prévoit un droit d'utilisation de la garantie financière en vertu d'un contrat de garantie avec constitution de sûreté.

Ce dispositif est celui qui constitue le cadre juridique du *Prime Brokerage* dont l'ancrage est le droit financier européen.

**Dès lors que le contrat de garantie avec constitution de sûreté le prévoit**, le preneur de garantie peut exercer un droit d'utilisation sur les actifs remis en nantissement.

#### Le contrat de garantie prévoit dans ce cas :

(i) l'obligation du preneur de garantie de transférer une garantie équivalente pour remplacer à la date fixée pour l'exécution des obligations garanties les instruments financiers originellement constitués en garantie,

(ii) **alternativement à cette même date, le preneur de garantie doit :**

- soit transférer à la même date la garantie équivalente,
- soit, **et dans la mesure où le contrat le prévoit**, la réaliser par **compensation** ou pour acquit des obligations couvertes (*Dir.*, art. 5.2.).

Il ressort de ce dispositif que cette dernière compensation :

- **ne peut être mise en œuvre que par le preneur de garantie en qualité de bénéficiaire de celle-ci**,
- ne peut être mise en œuvre que **si le contrat le stipule expressément**.

Le dispositif visé à l'alinéa (ii) ci-dessus est un des modes de mise en œuvre des garanties dont dispose **son bénéficiaire** pour assurer l'apurement de la dette du constituant envers le créancier nanti, **dès lors que le contrat le prévoit expressément**.

Cette compensation est d'une nature différente de celle exercée à la suite d'une déchéance du terme car, contrairement à la compensation exercée à la suite d'une déchéance du terme, le contrat est maintenu en vie et la compensation constitue un mode d'appropriation qui n'affecte que les seuls avoirs nécessaires à l'apurement des dettes.

### 2° Dans le cas d'espèce, tant les stipulations de l'IPBA que les dispositions de la directive Garantie financière ont été dénaturées<sup>29</sup>

28 - Dans le cas d'espèce, non seulement l'IPBA ne prévoyait aucune clause de compensation du type de celle prévue par l'article 5.2. de la directive Garantie financière décrite à l'alinéa 3.2.1.3 ci-dessus (article 5.2 de la directive Garantie financière), mais une telle compensation était purement et simplement exclue dans des termes qui ne souffraient aucune ambiguïté.

Il est choquant de constater que la cour d'appel a purement et simplement dénaturé la clause en question et la Cour de cassation lui a emboîté le pas.

Qui plus est la cour d'appel a appliqué la clause de *close out netting* qui, elle, était insérée dans l'IPBA<sup>30</sup>, sans en tirer les conclusions et alors que le fonds ne l'avait pas mise en œuvre dans les formes prescrites.

29. La directive Garantie Financière a été transposée en Angleterre par le « *Financial Collateral Arrangements (N° 2 Régulations 2003)* dans des termes très proches de la Directive.

Cette transposition :

- modifie le droit des procédures collectives anglaises pour permettre la *close out netting* dont le plein effet des dispositions contractuelles le régissant est reconnu dans le contexte d'une telle procédure,

- introduit le droit d'utilisation et l'appropriation des garanties par un chapitre qui lui est propre (*Part 4*). Son dispositif correspond à celui de la directive Garantie financière, à savoir :

- à la date d'exigibilité des obligations garanties prévue par le dispositif contractuel le **preneur de garantie** remplace les avoirs utilisés par une garantie équivalente. La définition reprend celle de la Directive « *Equivalent Collateral* »,
- soit, **si et dans la mesure où le contrat le prévoit**, le preneur peut la réaliser par compensation ou pour acquit d'obligations couvertes.

Il apparaît donc, que dans le contexte de l'exercice d'un droit d'utilisation, ce droit de compensation ne peut être exercé que par le seul bénéficiaire de la sûreté et à la seule initiative de celui-ci dès lors que les stipulations contractuelles le prévoient expressément.

30. Notons que dans le modèle de lettre qu'un *Prime Broker* pressenti doit présenter à l'AMF dans le cadre de la procédure d'agrément d'un Fonds ARIA EL selon l'Annexe 1.9 de l'Instruction n° 2005-01 du 25 janvier 2005, il est fait référence à la faculté de recours au *close out netting* en cas d'insolvabilité du *Prime Broker*. Il n'est pas fait mention dans ce document de la compensation visée par l'article 5.2 de la directive Financière.

Les termes de cette clause stipulaient que leur mise en œuvre nécessitait une notification de résiliation entraînant la déchéance du terme de tous les engagements. Dans le contexte d'une telle mise en œuvre, il devait être fait masse commune de l'ensemble des dettes et actifs valorisés selon les termes de la convention.

Il en serait résulté une créance pour somme d'argent et les fonds n'avaient à l'évidence aucun intérêt à la mettre en œuvre.

En dénaturant les termes de la convention et les dispositions législatives applicables, la haute juridiction non seulement reconnaissait aux fonds plus de droits qu'ils n'en avaient mais mettait à la charge des dépositaires la dette contractée par ceux-ci sans la moindre perspective de permettre aux dépositaires de faire valoir leurs droits dans le contexte de la procédure collective au bénéfice de laquelle LBIE avait été admise.

Les fonds se faisaient ainsi restituer leurs actifs sans avoir à s'acquitter de leurs dettes à l'égard du *Prime Broker* en laissant aux dépositaires le soin de les acquitter sans contrepartie.

#### 4. Les perspectives européennes

29 - La consultation lancée par la Commission européenne en juillet 2009 a été évoquée plus haut. Les résultats de celle-ci ont été publiés le 26 novembre 2009<sup>31</sup>.

La quasi-unanimité des réponses considère qu'il y a un fort besoin de clarification des obligations des dépositaires d'OPCVM coordonnés en matière de garde et de supervision<sup>32</sup>.

Les principes régissant les fonctions de dépositaire avaient été arrêtés en 1985 et sont demeurés inchangés depuis alors que les portefeuilles d'OPCVM ont vu élargir le champ de leurs actifs éligibles à des instruments de plus en plus complexes et ce dans un contexte transfrontalier accru.

Beaucoup de participants à la consultation ont indiqué ne pas vouloir modifier les principes généraux<sup>33</sup> régissant la responsabilité des dépositaires. Il est relevé que les incertitudes concernant les régimes de responsabilité résultent plus des imprécisions des obligations mises à la charge du dépositaire plutôt que de son régime de responsabilité. Une majorité de réponses met l'accent sur la nécessité de maintenir un régime de responsabilité fondé sur la faute ou la négligence dans l'exécution des fonctions de garde et de supervision qui doivent être définies avec précision<sup>34</sup>.

Une majorité des participants considère que la mise à la charge du dépositaire d'une responsabilité inconditionnelle serait inappropriée.

30 - La réponse CESR à la consultation de la Commission européenne cadre le débat de manière très claire.<sup>35</sup>

Cette réponse fait un constat à savoir qu'il y a des approches divergentes en Europe concernant la responsabilité du dépositaire d'un OPCVM dans le contexte d'une délégation de la garde des avoirs. Ces approches divergentes sont les suivantes :

– un courant minoritaire<sup>36</sup> estime que l'investisseur ne devrait pas subir de risque de dépositaire ou de sous-conservateur, le dépositaire devant être assujéti à une responsabilité inconditionnelle quels que soient les arrangements en matière de sous-conservation. Le dépositaire devient ainsi assureur ;

– d'autres estiment qu'il y a des circonstances où un dépositaire d'OPCVM coordonné ne devrait pas être tenu pour responsable de la défaillance du sous-conservateur et ne devrait par conséquent pas être tenu de restituer les avoirs en sous-conservation. Ceci implique que les investisseurs assument un risque de dépositaire et de sous-conservateur pouvant varier en fonction de la politique d'investissement de l'OPCVM, la solidité et la fiabilité du sous-conservateur dès lors que le dépositaire peut démontrer qu'il a effectué des diligences suffisantes envers le sous-conservateur.

Pour ce qui concerne la responsabilité du dépositaire dans le contexte de la délégation de la garde des avoirs, CESR caractérise ces approches différentes comme constituant une **obligation de résultat** dans l'approche **minoritaire** ou une **obligation de moyen dans l'autre cas de figure**<sup>37</sup>.

Dans le contexte d'une obligation de moyen, la responsabilité du dépositaire ne devrait pas être retenue suite à la défaillance de son sous-conservateur dès lors qu'il a effectué les diligences nécessaires de manière adéquate et qu'il n'était pas en mesure de détecter la défaillance de son sous-conservateur.

CESR estime qu'aujourd'hui ces divergences ne sont plus tenables, sont dommageables pour l'image des OPCVM ainsi qu'à la confiance des investisseurs et qu'une approche harmonisée s'impose.

CESR note que certains membres de CESR suggèrent que la deuxième approche constitue la meilleure approche politique<sup>38</sup>.

31 - Dans ce contexte, l'on ne peut que constater l'isolement de la France qui défend une position de responsabilité stricte et inconditionnelle du dépositaire d'OPCVM matérialisée par une obligation de restitution immédiate des avoirs dont il a la garde y compris pour les avoirs objet d'une délégation<sup>39</sup>. Cet isolement est mis en évidence dans la cartographie des missions et responsabilités des dépositaires OPCVM telle que publiée par CESR en janvier 2010<sup>40</sup>.

Dans ce contexte, il n'est pas inutile de rappeler que le 1<sup>er</sup> juillet 2010 entre en vigueur la Directive UCITS IV<sup>41</sup> qui introduit une libéralisation de la reconnaissance mutuelle des OPCVM.

Cette entrée en vigueur pourrait profondément modifier le paysage européen en matière de gestion collective d'actifs dans un environnement devenu plus compétitif.

31. *European Commission Internal Market and Services DG Financial Services Policy and Financial Markets Asset Management Feedback Statement Summary of Responses to UCITS Depositories Consultation Paper* (« Compte-rendu de la consultation »).

La Commission européenne a reçu 79 réponses, 68 réponses émanent de différentes organisations professionnelles, 10 d'autorités étatiques et une réponse d'une personne physique. Le CESR a déposé une réponse le 28 septembre (« CESR's Response to the European Commission's consultation on the UCITS' depository's function ») (« Réponse CESR »).

32. Il y a consensus sur l'impossibilité de déléguer la fonction de supervision du dépositaire.

33. *Compte-rendu de la Consultation, Questions 13 & 14 p. 16* : « For many respondents, the existing high level wording of the UCITS Directive should not be modified. Uncertainty regarding the liability regime arises mainly from the Directives imprecision with regard to proper performance of depository duties, rather than imprecision on liability ».

34. *Compte-rendu de la Consultation, Questions 13 & 14, p. 16* : « For a majority of respondents, it was deemed necessary to keep a liability regime based on « negligence » or « improper performance » of well-defined safekeeping and supervisory duties ».

35. *Réponse CESR, p. 3* : « How to find a consensus between the two sides of the argument ? ». Il convient de préciser que le CESR a été saisi en février 2009 par la Commission Européenne en vue d'établir un rapport concernant les mesures à prendre par un dépositaire en vue d'exercer sa mission dans un contexte transfrontalier. À cet effet, CESR a constitué un groupe de travail présidé par l'AMF.

36. La France fait partie de ce courant minoritaire.

37. *Réponse CESR, p. 9* réponse à la question 17.

38. *Réponse CESR, p. 9* encadré réponse à la question 17 « Some CESR Members suggest, therefore that the best policy approach lies with this second position ».

39. Il convient de noter toutefois que pour les seuls OPCVM à règles d'investissement allégées et contractuels, cette responsabilité peut être atténuée en application de l'article L. 214-34-1 et D. 214-28-1 du Code monétaire et financier issu de l'ordonnance n° 2008-1081 du 23 octobre 2008. Il peut ainsi être dérogé à cette obligation par convention conclue entre le dépositaire et un OPCVM ou sa société de gestion en définissant les obligations restant à la charge du dépositaire et ce conformément aux statuts ou au règlement de l'OPCVM concerné (V. M. Karlin, *Responsabilité du teneur de compte conservateur* : *RD bancaire et fin.* 2010, étude 8).

40. *CESR Mapping of duties and liabilities of UCITS Depositories, January 2010 Re. : CESR/09-75*.

41. *Dir. 2009/65/EC* : Une clarification de la nature et de l'étendue de la responsabilité du dépositaire d'OPCVM requiert une modification de cette directive. Les discussions en cours ont principalement pour objet de définir l'étendue de ces modifications en vue de mettre en place un régime européen de la responsabilité du dépositaire harmonisé.

La responsabilité du dépositaire, en particulier dans un contexte de délégation de la fonction de garde des avoirs des OPCVM, deviendra un enjeu compétitif.

Nous avons en effet vu plus haut que le maintien de la position française traditionnelle a pour effet de transformer le dépositaire en assureur. Aujourd'hui, ce risque n'est pas rémunéré à la hauteur des enjeux et du risque encouru. Par ailleurs, un risque accru aurait également des implications systémiques.

Cette situation pourrait être de nature à inciter les opérateurs à délocaliser la fonction de dépositaire vers des pays plus accueillants en matière de responsabilité du dépositaire.

L'investisseur en France serait perdant.

Mots-Clés : OPCVM - Dépositaire - Obligation de restitution  
Fonds communs de placement - Dépositaire - Responsabilité

## 9 Le renforcement du contrôle de la commercialisation de produits d'investissement : l'initiative PRIPs<sup>1</sup>

Frédéric LACROIX,  
avocat à la Cour, associé, Clifford Chance Europe LLP

Face à la complexité croissante des produits financiers, comment l'investisseur peut-il prendre une décision éclairée ? Le droit européen cherche à améliorer la transparence de ces produits par une meilleure information des investisseurs et à assurer une plus grande loyauté dans la commercialisation de ces produits. Tel est précisément l'objet de l'initiative « PRIPs » de la Commission européenne qui vise à proposer une réglementation horizontale régissant la commercialisation des produits d'investissement de détail.

### Introduction

1 - La crise financière a jeté un voile de suspicion sur la qualité des produits financiers commercialisés non seulement auprès d'investisseurs institutionnels mais aussi, et surtout, auprès de la clientèle de détail. En effet, depuis quelques années, de nombreux produits financiers complexes, conditionnés sous la forme de fonds indiciels ou à formule, de produits d'assurance-vie multi-supports, de comptes à terme ou d'instruments financiers structurés ont été distribués auprès des particuliers. Bien en peine de comprendre ces produits, ces derniers ont souvent été rassurés par l'apparente –

mais finalement trompeuse – sécurité propre à certains produits d'épargne comme les fonds monétaires, normalement investis en titres sans risque – bons du Trésor ou titres du marché monétaire (les titres de créance négociables)<sup>2</sup> – ou encore les contrats d'assurance-vie usuellement libellés en euros<sup>3</sup>.

2 - La décision d'investissement est d'autant plus difficile à prendre de façon éclairée que, non seulement l'offre de produits d'épargne est fragmentée, mais qu'en outre, les catégories de produits se croisent et se mélangent au sein de produits structurés plus ou moins complexes, alors que, dans le même temps, les réseaux de distribution tendent à s'unifier<sup>4</sup>.

Une offre de produits fragmentée et une vision en silo

