

● Focus

¹ La directive AIFM : nouveau paradigme pour la responsabilité des dépositaires ?

André PRÜM,
doyen de la faculté de droit d'économie et de finance de l'université
du Luxembourg

L'adoption, le 11 novembre 2010, par le Parlement européen de la Directive sur les gestionnaires de fonds alternatifs (« AIFM ») clôt dix mois d'intenses débats sur le cadre réglementaire des fonds spéculatifs (*hedge funds*), de capital-investissement (fonds de *private equity*) ou autres fonds alternatifs dont le développement, en dehors d'un contrôle organisé, est considéré comme potentiellement dangereux. (Cf. « Rapport Rasmussen » et « Rapport Lehne », septembre 2008). La directive vise ainsi à : (i) mieux réglementer les activités des AIFM au niveau de l'Union européenne grâce à un renforcement de la transparence et de la surveillance ; (ii) améliorer la protection des investisseurs en limitant certaines pratiques des AIFM comportant le plus de risques et (iii) mettre en place un marché unique européen pour ces fonds, comparable à celui existant pour les fonds OPCVM (ou « UCITS »).

Partageant la même base légale – l'article 53, paragraphe 1 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne – elle s'inscrit dans la lignée de la directive UCITS IV (*Directive 2009/65/CE*, 13 juill. 2009) mais adopte, en même temps, sur certains points des solutions qui contrastent avec celles adoptées, également après de longues discussions, l'année passée pour les OPCVM. Tel est le cas, en particulier, pour les règles qui détaillent les missions et obligations des dépositaires énoncées à l'article 18 bis de la directive AIFM.

Si l'intervention d'un dépositaire est obligatoire depuis maintes années pour les OPCVM, la directive UCITS IV (article 22.1) ne définit, en effet, leurs obligations qu'en des termes relativement généraux, laissant aux États membres le soin d'arrêter le niveau exact de leur responsabilité (article 24). La manière dont cette responsabilité est comprise concrètement fait partant l'objet d'approches variées comme en témoigne notamment l'étude du *Committee of European Securities Regulators* (CESR) (Cf. CESR/09-175 – *Mapping of duties and liabilities of UCITS depositories*) réalisée dans le cadre d'une enquête lancée par la Commission européenne (Cf. *Working document of the Commission services : Consultation paper on the UCITS depository function* ainsi que le feedback de la Commission sur les réponses reçues i.e. *Feedback statement : Summary of responses to UCITS depositories consultation paper*). Il est vrai que dans le contexte des affaires *Lehman* et *Madoff*, certaines voix se sont élevées pour décrier ces divergences. La position adoptée par la Cour de cassation française dans ses trois arrêts du 4 mai 2010 ne contribue malheureusement pas à un débat neutre et serein (Cass. com., 4 mai 2010, n° 500, *FS-P+B, Société générale c/ Sté Day Trade Asset Management* : *JurisData* n° 2010-005324. – Cass. com., 4 mai 2010, n° 497, *FS-P+B, Sté RBC Dexia investors services bank France c/ Sté Delta alternative management SAS* : *JurisData* n° 2010-005323. – Cass. com., 4 mai 2010, n° 498, *FS-D, Sté RBC Dexia Investor services bank France c/ Sté Laffite capital management SAS*. – Pour des commentaires sur ces arrêts Cf. notamment I. Riassetto, *Obligation de restitution du dépositaire d'OPCVM* : *RD bancaire et fin.* 2010, comm. 161. – M. Storck, *Particularisme de l'obligation de restitution incombant au dépositaire* : *RTD com.* 2010, p. 573 et s.).

Le degré d'harmonisation poursuivi par la directive AIFM est plus poussé en ce qu'elle prend position sur plusieurs points critiques relatifs à la nature des devoirs et des conditions de responsabilité des dépositaires (art. 18 bis préc.).

La nomination du dépositaire doit, en premier lieu, être matérialisée par un contrat écrit, lequel régit notamment les flux d'informations considérées comme nécessaires pour permettre au dépositaire de

remplir ses fonctions pour le compte du fonds alternatif dont il a la charge (art. 18 bis 2). Pour les AIF européens, seuls des professionnels de la finance – établissements de crédit, entreprises d'investissement et dépositaires agréés d'OPCVM, établis dans l'Union européenne et soumis à des exigences prudentielles peuvent remplir la fonction (art. 18 bis 3). Ils se doivent de l'acquiescer en agissant de manière honnête, loyale, professionnelle, indépendante, dans l'intérêt du fonds comme des investisseurs du fonds (art. 18 bis 9). La directive leur impose de respecter certaines exigences pour éviter de se trouver devant un conflit d'intérêts (art. 18 bis 4 et 18 bis 9).

Les obligations mises à la charge du dépositaire s'articulent logiquement autour de l'obligation de « veille(r) de façon générale au suivi adéquat des flux financiers du fonds alternatif » (art. 18 bis 6), d'en garder les actifs (art. 18 bis 7) et de s'assurer du respect des règles de bon fonctionnement et du bon déroulement des opérations portant sur ces actifs (art. 18 bis 8). C'est évidemment la question de la garde des actifs qui constitue ici le point critique. À l'instar de la solution admise dans certains États membres, comme la France, pour les OPC, la directive distingue entre les « instruments financiers dont la conservation peut être assurée » et les « autres actifs » dans le but essentiellement de mettre à la charge du dépositaire le risque de la perte des instruments financiers conservés par lui-même ou un tiers auquel il aurait délégué cette conservation (art. 18 bis 11). Comme en matière d'OPCVM la possibilité de déléguer la garde des actifs (art. 18 bis 10) n'emporte, en principe, pas décharge, du dépositaire de sa responsabilité directe vis-à-vis du fonds ou des investisseurs du fonds (art. 18 bis 12). Plus subtile que la UCITS IV, la directive prend soin toutefois de nuancer cette règle en permettant au dépositaire de déplacer, sous certaines conditions, la responsabilité vers un sous-conservateur (art. 18 bis 12). Les conditions exactes de cette décharge, comme d'autres critères de la responsabilité du dépositaire appellent à être précisés et la directive AIFM délègue à cet effet à la Commission la compétence de les définir afin qu'ils ne fassent pas l'objet d'interprétations divergentes entre États membres (art. 18 bis 16).

Au delà des solutions retenues pour les devoirs et responsabilité du dépositaire d'AIF, la directive pourrait augurer un mouvement d'harmonisation plus poussé qui s'étendra probablement aux OPCVM. La Commission européenne n'a-t-elle déjà donné le ton en lançant sa consultation sur les dépositaires d'OPCVM ?

Pour l'instant, les discussions nous semblent cependant encore manquer d'orientation claire. (Cf. *Feedback statement : Summary of responses to UCITS depositories consultation paper*, préc.) Que penser, en effet, de la proposition récente d'étendre aux détenteurs d'actions ou de parts d'OPCVM, le système d'indemnisation des investisseurs de la directive 97/9/CE mais dont les investisseurs dans un AIF resteraient exclus (*COM(2010) 0371* et *COD(2010/0199)* ? Peut-on justifier une telle différence de protection ?

Comment expliquer, par ailleurs, que les OPCVM devraient à l'avenir intégrer une couverture plafonnée contre le risque de la perte de leurs actifs, à l'instar de la garantie que les banques doivent offrir aux déposants, alors qu'en même temps les dépositaires se trouveraient tenus d'une obligation de restitution inconditionnelle et illimitée de ces actifs. Ne faudrait-il pas plutôt se déterminer en faveur de l'un ou de l'autre schéma de protection, quitte à obliger les dépositaires plutôt que les OPCVM eux-mêmes à mutualiser le risque ?

Il y a certainement des arguments pour ne pas transposer aux dépositaires d'OPCVM la logique d'une garantie plafonnée comme elle existe en matière de dépôts de fonds. Toute solution devra cependant tenir compte du fait que les droits des dépositaires de titres sont fonction des chaînes de conservation à travers lesquelles ces

titres sont effectivement détenus. Leur responsabilité doit être ajustée en fonction sauf à considérer que le dépositaire assume en quelque sorte une fonction d'assureur vis-à-vis du fonds et des investisseurs. Mais dans ce cas il s'agit de transformer profondément leur rôle. Il est

loin d'être certain que les investisseurs soient prêts à en assumer le coût, ni même qu'ils aient véritablement intérêt à disposer d'une telle garantie.

● Veille

2 Pactes d'actionnaires et gestion des banques en Italie

Dans son ouvrage, *Patti parasociali e gestione delle banche* (Pactes d'actionnaires et gestion des banques), Alessandra Rosa étudie les difficultés suscitées, en Italie, par les pactes d'actionnaires au sein des entreprises bancaires. Alors même que la loi, la jurisprudence et la doctrine reconnaissent généralement la licéité de ces pactes qui visent à stabiliser l'actionariat et la gouvernance (Chapitre I), l'auteur soutient que ceux-ci affectent, en les contredisant, les impératifs qui fondent le fonctionnement, l'organisation et la gestion des banques et que, par conséquent, dans certains cas, leur illégalité peut être reconnue. Afin d'éviter toute généralisation excessive et abstraite, l'auteur analyse très précisément les pratiques sociétaires concernant les principales sociétés bancaires par actions cotées en bourse italiennes (Chapitre II) et étudie leur incidence sur la réglementation bancaire italienne afin de déterminer quelles sont les dispositions et les principes impératifs qui, s'ils sont méconnus, peuvent conduire à reconnaître l'illicéité des pactes d'actionnaires (Chapitre III). Cette approche conduit naturellement l'auteur à examiner ces pactes du point de vue de la Banca d'Italie et de la Consob (Chapitre IV).

L'ouvrage se distingue tant par l'actualité que par l'importance des thèmes traités qui sont à la frontière du droit des sociétés et du droit bancaire et présente un intérêt pratique évident pour tous ceux qui s'intéressent aux pactes d'actionnaires conclus au sein des entreprises bancaires.

Alessandra ROSA

Patti parasociali e gestione delle banche (Pactes d'actionnaires et gestion des banques)

Collection de la Rivista delle Società, sous la direction de G. Rossi, n° 29, Milan, Giuffrè, 2010, p. XVIII-454

3 Un nouvel ouvrage en droit bancaire

Georges Decocq, professeur à l'université de Paris-Est, Yves Gérard, conseiller en service extraordinaire à la chambre commerciale, financière et économique de la Cour de cassation, et Juliette Morel-Maroger, maître de conférences à l'université du Maine, nous offrent un nouvel ouvrage en droit bancaire.

Composé de 15 chapitres, l'ouvrage traite du droit bancaire, tel qu'il est enseigné dans le cadre des études de droit. Il présente les organes de contrôle et de régulation, le statut et le fonctionnement des établissements de crédit, les règles d'accès au marché bancaire ainsi que les devoirs professionnels du banquier. Mais le droit bancaire n'est pas seulement le droit applicable aux banquiers, il est aussi un corpus juridique régissant les opérations réalisées par les banquiers. C'est pourquoi ce livre aborde des questions aussi diversifiées que celles du cadre du crédit bancaire, les opérations de crédit (interne et international), les garanties des crédits, les comptes bancaires, les opérations de paiement, les opérations interbancaires, les services annexes (change, coffre-fort, assurance, etc.) ainsi que la distribution des produits bancaires en dehors des agences (internet, démarchage, etc.).

L'objectif des auteurs a été d'être à la fois complet et pédagogique, pour permettre aux lecteurs de disposer d'un outil qui réponde à leur attente de connaissance synthétique du droit bancaire, tout en leur initiant à un approfondissement utile pour préparer des concours, des examens ou aborder la pratique bancaire.

L'ouvrage s'adresse à un public universitaire soucieux de découvrir le droit bancaire comme aux professionnels du secteur bancaire souhaitant appréhender d'un seul coup d'œil les normes gouvernant leur activité professionnelle.

On ajoutera que l'ouvrage est à jour des dernières réformes et évolutions jurisprudentielles.

Georges DECOCQ, Yves GÉRARD et Juliette MOREL-MAROGER

Droit bancaire

Revue Banque Editions 2010, collection MasterBanque

● RAPPORTS ET AVIS

Géraldine ROZIER, docteur en droit

4 AMF : Guide relatif à la prévention des manquements d'initiés imputables aux dirigeants des sociétés cotées

Source : www.amf-france.org

L'Autorité des marchés financiers (AMF) a publié, le 3 novembre 2010, un guide relatif à la prévention des manquements d'initiés imputables aux dirigeants de sociétés cotées. Ce guide s'adresse aux sociétés cotées sur Euronext et Alternext, ainsi qu'à toutes les personnes visées à l'article L. 621-18-2 a) et b) du Code monétaire et financier, à savoir :

- les membres du conseil d'administration, du directoire, du conseil de surveillance, le directeur général, le directeur général unique, le directeur général délégué ou le gérant ;

- toute autre personne qui a, d'une part, au sein de la société, le pouvoir de prendre des décisions de gestion concernant son évolution et sa stratégie, et a, d'autre part, un accès régulier à des

informations privilégiées concernant directement ou indirectement cette société (les personnes dites « assimilées à des dirigeants »).

Ce guide comprend 3 parties.

La première partie rappelle quelques principes déontologiques essentiels. Les dirigeants des sociétés cotées doivent s'abstenir d'intervenir sur les titres de la société qu'ils dirigent dès lors qu'ils détiennent une information privilégiée. Ces obligations peuvent être délicates à gérer en pratique dans la mesure où ces dirigeants sont considérés comme des initiés quasi-permanents. Il est donc attendu des dirigeants un comportement exemplaire. En effet, compte tenu de leurs fonctions et responsabilités, les dirigeants doivent faire preuve d'éthique et d'une grande rigueur dans la gestion de leurs titres.

La deuxième partie s'adresse aux sociétés cotées. Elle présente les principales mesures de prévention que l'AMF recommande aux sociétés cotées de mettre en place :

- informer et former toutes les personnes susceptibles d'être concernées ;