

3 Faillite de Lehman Brothers, les dépositaires d'OPCVM sous pression

par André PRÜM,

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

La faillite du groupe Lehman Brothers a fait encourir aux dépositaires de plusieurs OPCVM une responsabilité dont ils n'avaient probablement pas mesuré d'avance toute l'ampleur : celle de devoir supporter le risque d'une perte des actifs confiés respectivement à un *prime broker* situé à l'étranger et aujourd'hui insolvable. L'éclatement, depuis lors, de l'affaire *Madoff* dans laquelle la fraude et la faillite d'un *broker-dealer* américain a causé la perte des actifs de plusieurs autres OPCVM – non français cette fois-ci – ne peut qu'accentuer l'intérêt de la problématique (S. Dussart, F. Rodriguez, M. Thouch, *La restitution des actifs par le dépositaire* : Bull. Joly Bourse, 1^{er} déc. 2008, n° 6, p. 542. – Th. Bonneau, *Conservation et responsabilité des dépositaires* : Dr. sociétés 2009, repère 5).

Le dépositaire d'un OPCVM étant chargé d'une double mission de conservation des actifs et de contrôle, il peut paraître surprenant, à première vue, de se demander s'il est réellement tenu de lui restituer à tout moment les actifs dont il a apparemment la garde. Une telle obligation n'est-elle pas consubstantielle à sa fonction ? Les choses ne sont, en réalité, pas aussi simples.

Dès lors qu'un OPCVM français investit dans des valeurs mobilières émises sous un droit étranger, son dépositaire ne peut normalement faire l'économie de recourir aux services soit d'un dépositaire central (CSD), soit d'un ensemble de sous-conservateurs locaux. Ses propres droits sur les titres détenus à travers de tels intermédiaires obligés dépendent alors de la législation, par hypothèse étrangère, gouvernant chacun de ses rapports. On sait à quel point les droits nationaux divergent en la matière. Souvent, le dépositaire

« La tentation en France est de faire supporter aux dépositaires des risques dont ils n'ont pas le contrôle »

ne se voit reconnaître qu'un droit de créance contre le conservateur étranger ou un titre de copropriété contre une masse indivise de titres. N'est-il pas naturel qu'il mesure l'étendue de son obligation de restitution vis-à-vis de l'OPCVM à l'aune des droits dont il peut se prévaloir lui-même sur les titres en question ? La gestion alternative a donné naissance à un nouveau cas de figure où les actifs sont, en pratique, confiés à un autre intervenant, le *prime broker*. Appelés à faire crédit à l'OPCVM, en agissant à découvert ou par des prêts de titres, les *prime brokers* requièrent systématiquement une garantie sur tout ou partie des actifs, consistant de préférence en un transfert de propriété ou en un gage qui leur permet cependant de disposer des actifs. La décision de s'associer les services d'un *prime broker* et d'engager les actifs en sa faveur, voire de lui en transmettre la propriété fiduciaire émanant de l'OPCVM lui-même, le dépositaire n'est-il pas en droit de prétendre d'être déchargé à due concurrence de son obligation de restitution ?

Les textes régissant les devoirs et obligations des dépositaires ne sont pas aussi explicites qu'on puisse le penser. L'intervention obligatoire d'un dépositaire à côté de l'OPCVM et, le cas échéant, de sa société de gestion trouve son origine dans la réaction du législateur communautaire au scandale IOS, qui a secoué l'industrie des fonds à la fin des années 1960. Elle résulte concrètement de l'obligation que la directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 fait à chaque fonds commun de placement comme à chaque société d'investissement de confier « la garde des actifs » (Cons. CE, dir. 85/611/CEE, 20 déc. 1985, art. 7 et 14 : JOCE n° L 375, 31 déc. 1985, p. 3. La version anglaise de la directive parle de *safekeeping* et la version allemande de *Verwahrung*) à un dépositaire unique et distinct qui se trouve, en outre, chargé d'une mission de contrôle. La directive ne définit pas les contours précis de la « garde des actifs » mais se contente de renvoyer au droit des États membres pour ce qui concerne l'étendue exacte de la responsabilité du dépositaire pour tout préjudice subi par l'OPCVM ou les investisseurs « résultant de l'inexécution ou de la mauvaise exécution de ses obligations » (Cons. CE, dir. 85/611/CEE préc., art. 9 et 16). → Suite page

2

10 Dans une instruction de novembre 1967, la Commission européenne a demandé aux États membres de s'assurer que les dépositaires des fonds de placement communautaire soient distincts des gestionnaires de ces fonds.

Président-Directeur général
Directeur de la publication
Philippe Carillon

Directeur éditorial
Guillaume Deschamps
guillaume.deschamps@lexisclasseur.fr

Conseiller
Jean-Christophe Bédier

Conseiller scientifique
Christophe Bédier
Christophe.Bedier@lexisclasseur.fr
Philippe Carillon
Philippe.Carillon@lexisclasseur.fr
Guillaume Deschamps
Guillaume.Deschamps@lexisclasseur.fr
Dominique Dreyer
Dominique.Dreyer@lexisclasseur.fr

Directeur éditorial
Guillaume Deschamps
guillaume.deschamps@lexisclasseur.fr

Responsable éditorial
Philippe Carillon
Philippe.Carillon@lexisclasseur.fr
Conseiller scientifique
Christophe Bédier
Christophe.Bedier@lexisclasseur.fr

Responsable éditorial
Philippe Carillon
Philippe.Carillon@lexisclasseur.fr
Conseiller scientifique
Christophe Bédier
Christophe.Bedier@lexisclasseur.fr

Responsable éditorial
Philippe Carillon
Philippe.Carillon@lexisclasseur.fr
Conseiller scientifique
Christophe Bédier
Christophe.Bedier@lexisclasseur.fr

Responsable éditorial
Philippe Carillon
Philippe.Carillon@lexisclasseur.fr
Conseiller scientifique
Christophe Bédier
Christophe.Bedier@lexisclasseur.fr

Responsable éditorial
Philippe Carillon
Philippe.Carillon@lexisclasseur.fr
Conseiller scientifique
Christophe Bédier
Christophe.Bedier@lexisclasseur.fr

Responsable éditorial
Philippe Carillon
Philippe.Carillon@lexisclasseur.fr
Conseiller scientifique
Christophe Bédier
Christophe.Bedier@lexisclasseur.fr

LexisNexis SA
50 rue de la Loi 1000 Luxembourg
1550 029 431 RCS Paris
Directeur associé
Guillaume Deschamps
1550 029 431 RCS Paris

Classification paritaire n° 1005 K 00200
1^{er} tirage 2009
1^{er} tirage 4000
Dépôt légal à parution

LexisNexis
JurisClasseur

Elle reconnaît en même temps aux États membres la liberté de dispenser, sous certaines conditions, les OPCVM, qui commercialisent au moins 80 % de leurs parts par une ou plusieurs bourses de valeurs désignées dans les documents constitutifs, d'avoir un dépositaire s'ils estiment que « les participants bénéficient d'une protection équivalente à celle dont bénéficient les participants des OPCVM ayant un dépositaire » (Cons. CE, dir. 85/611/CEE préc., art. 14). Le législateur communautaire ne laisse-t-il pas par là même entendre que la sécurité que doit apporter le dépositaire tient essentiellement au contrôle qu'il doit exercer vis-à-vis de la société de gestion et qu'il n'est ainsi plus indispensable lorsque la valeur des actifs est établie à travers la cotation des parts et leur commercialisation via une bourse ? On voit difficilement en tout cas qui d'autre que la société d'investissement elle-même garantir dans une telle hypothèse aux investisseurs que les actifs existent. Tout en laissant aux États membres le soin d'arrêter le régime de responsabilité du dépositaire, la directive précise toutefois que cette responsabilité « n'est pas affectée par le fait qu'il confie à un tiers tout ou partie des actifs dont il a la garde ». Dans sa proposition de modernisation de la directive de 1985, déposée le 16 juillet 2008 (COM(2008) 458 final), la Commission européenne n'envisage pas de préciser le rôle et les obligations du dépositaire. Pourtant, dans sa communication au Conseil et au Parlement européen consacrée à « la réglementation relative aux dépositaires d'OPCVM dans les États membres » du 30 mars 2004 (COM(2004) 207 final), la Commission semblait regretter qu'ils ne fassent pas l'objet d'une approche plus homogène. En définitive, elle semble donc s'être résolue à admettre que dans certains États la garde des actifs se résume « au contrôle prudentiel des conservateurs extérieurs auxquels cette garde est éventuellement déléguée » alors que dans d'autres États le dépositaire « reste conservateur à part entière des actifs » en y étant tantôt tenu par une obligation de restitution, tantôt soumis à une responsabilité limitée (COM(2004) 207 final, p. 7 et 8. La réaction à caractère politique du commissaire McCreavy aux inquiétudes soulevées dans le contexte de l'affaire Madoff n'est pas de nature à indiquer un changement d'attitude. IP/09/126).

Le droit français a-t-il pris clairement position (pour une présentation générale du rôle des dépositaires, V. en particulier Lamy Droit du Financement, éd. 2009, n° 1799 et s. par I. Riassetto et pour une analyse plus détaillée du règlement général de l'AMF, O. Douvreur (dir), Le nouveau cadre réglementaire de la fonction de dépositaire d'organisme de placement collectif : Bull. Joly Bourse, 2008, p. 331. – V. également JCl. Sociétés Traité, Fasc. 2237) ? Le Code monétaire et financier n'est guère plus explicite que la directive lorsqu'il dispose que « les actifs de la SICAV sont conservés par un dépositaire unique... », que celui-ci « s'assure de la régularité des décisions de la SICAV » et que « 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 » (C. monét. fin., art. L. 214-16). Dans une instruction de novembre 1993, la COB a jugé

utile de préciser que la fonction de conservation recouvre à côté de la garde, de la restitution et du transfert des avoirs en dépôt également le dépouillement des ordres ainsi qu'une obligation d'information à l'égard de la SICAV (COB, instr. nov. 1993 relative aux missions et moyens du dépositaire d'OPCVM : Bull. COB 1993, n° 274, p. 6). Il y est indiqué aussi, dans des termes qui ne manquent pas de rappeler ceux des articles 1927 et 1928 du Code civil, que le dépositaire « doit apporter tous ses soins à la conservation des actifs de l'OPCVM ». Le règlement général de l'AMF distingue aujourd'hui en fonction du type d'instrument financier conservé entre l'obligation du dépositaire de tenir soit un compte conservation, soit la position des actifs des autres instruments tels que les contrats à terme ou les titres nominatifs purs appartenant à l'OPC (AMF, règl. général, art. 323-2, applicable depuis le 1^{er} janv. 2008. – M. Karlin, La fonction dépositaire d'OPCVM et la réglementation française de la tenue de compte conservation : Bull. Joly Bourse 2008, p. 336). Pour ces derniers, le dépositaire n'est clairement tenu qu'à l'établissement d'un registre exclusif de toute obligation de restitution. S'agissant de sa responsabilité en tant que teneur de compte conservation, le règlement général de l'AMF renvoie aux dispositions générales gouvernant cette activité (AMF, règl. général, art. 322-1 et s.) et, en particulier, à l'obligation de restituer les instruments financiers tenus dans un tel compte (AMF, règl. général, art. 322-4). Selon ce régime, le teneur de compte conservateur demeure responsable, en principe, vis-à-vis de son client nonobstant qu'il se soit adjoint le concours de sous-dépositaires ou dépositaires centraux étrangers (AMF, règl. général, art. 322-41). Mais il peut convenir d'un partage de responsabilité ou de risque avec un investisseur qualifié pour lequel il détient des instruments financiers émis sur le fondement d'un droit étranger.

L'application de ces règles a été au cœur des litiges opposant plusieurs OPCVM alternatifs à règles d'investissement allégées à effet de levier (OPVCM ARIA EL), qui avaient recours au service de *prime broker* d'une filiale de Lehman Brothers Inc, à leurs dépositaires. Ces derniers se défendaient contre l'existence d'une obligation de restitution à leur charge en argumentant que ce n'étaient point eux qui avaient confiés les titres perdus au *prime broker*, mais l'OPCVM lui-même qui avait ainsi accepté une délégation parfaite en sa faveur. La cour d'appel de Paris ne les a pas suivis. Pour elle, « le dépositaire, qui a reçu pour mission d'assurer la conservation des actifs de l'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 des 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 » (CA Paris, 1^{re} ch., sect. H., 8 avr. 2009, trois arrêts, RG n° 2008/22218 ; 2008/22085 et 2008/22106 : JurisData n° 2008-003079).

→ Suite page 3

La solution a le mérite de la clarté. Elle n'écarte cependant pas tout doute quant à son bien-fondé. Pour digne qu'il soit, l'impératif de protection de l'épargne investie dans les produits financiers offerts au public ne paraît pas la justification la plus évidente à propos d'OPCVM tels les ARIA EL, dont les actions ou parts sont, par hypothèse, réservés à des investisseurs qualifiés avec une souscription minimale fixée, sauf dérogation, à 125 000 euros (C. monét. fin., art. L. 214-35). Au surplus, si une limitation de la responsabilité du dépositaire était dans ce contexte réellement contraire à l'ordre public, comment expliquer que le législateur se soit laissé convaincre de l'admettre quand même. L'assouplissement du régime des OPCVM réservés à des investisseurs qualifiés adopté en fin d'année dernière permet, en effet, aujourd'hui, de prémunir les dépositaires contre une responsabilité que la cour d'appel de Paris considère encore comme étant essentielle (Ord. n° 2008-1081, 23 oct. 2008 : JO 24 oct. 2008, p. 16207 et D. n° 2008-1312, 12 déc. 2008 : JO 14 déc. 2008, p. 19126. – V. commentaires de F. Bussière : *Banque et droit* 2008, n° 122, p. 38 et de M. Storck : *RTD com.* 2009, p. 169). Or, soit celle-ci s'appuie sur des considérations supérieures d'ordre public et elle ne saurait être évincée, soit elle protège simplement des intérêts privés et les parties peuvent convenir d'y renoncer.

Au surplus, il ne semble faire aucun doute pour la cour que les dispositions que consacre le Code monétaire et financier à la responsabilité du dépositaire d'OPCVM ensemble avec celles du règlement général de l'AMF impliquent une obligation de restitution qui doit être qualifiée de résultat. Cette conclusion ne s'impose cependant pas de manière aussi évidente (Th. Bonneau, *Conservation et responsabilité des dépositaires*, art. cit. – P. Guilhaumaud, *La responsabilité civile du dépositaire d'OPCVM : Banque et droit* 1992, p. 155). Les dites règles ne paraissent tout d'abord pas incompatibles avec le régime de droit commun du dépôt régulier où l'obligation de conservation n'est que de moyens puisque l'obligation de restitution certes renforcée se trouve cantonnée aux seuls actifs existant au moment de la restitution effective. Mesurer la responsabilité du dépositaire à l'aune d'un devoir de restitution paraît encore moins appropriée lorsqu'on examine sa relation avec l'OPCVM sous une autre qualification que celle du contrat

« Au delà du débat juridique que ne manquera pas de provoquer la position que vient d'adopter la cour d'appel de Paris, n'est-ce pas le modèle économique sur lequel repose l'intervention des dépositaires d'OPCVM qu'il faut aujourd'hui repenser ? »

de dépôt, ce que recommande, sans doute à juste titre, une partie de la doctrine (Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers : Économica* 2005, 2^e éd., n° 323. – Th. Bonneau, *Les fonds communs de placement, les fonds commun de créances et le droit civil : RTD civ.* 1991, 1 spéc. p. 41), sans que leur analyse n'ait cependant encore été accueillie par la jurisprudence (Cass. crim., 30 mai 1996, n° 95-82.487 : *JurisData* n° 1996-002195 et Cass. com., 19 févr. 2008, n° 06-18.762, F-D : *JurisData* n° 2008-042869 ; *RD bancaire et fin.* 2008, comm. 92, obs. A.-C. Muller ; *Dr. sociétés* 2008, comm. 189, Th. Bonneau). Car, si le prétendu « dépositaire » n'est en réalité qu'un entrepreneur ou mandataire, sa responsabilité supposerait toujours la démonstration d'une faute et serait, en principe, écartée pour les fautes commises par un sous-contractant (C. civ., art. 1994). Le cadre de la présente tribune nous permet seulement de lever des doutes sans approfondir le statut et les obligations du dépositaire.

Au delà du débat juridique que ne manquera pas de provoquer la position que vient d'adopter la cour d'appel de Paris, n'est-ce pas le modèle économique sur lequel repose l'intervention des dépositaires d'OPCVM qu'il faut aujourd'hui repenser ? S'il est désirable qu'ils assument le risque ultime d'une perte des actifs, nonobstant le fait qu'ils ne soient pas toujours en mesure d'en avoir la garde effective, ils doivent en avoir les moyens. Les exigences en termes de capital requis pour l'instant des dépositaires installés en France, pas plus d'ailleurs que leurs règles organisationnelles, ne donnent l'impression qu'ils doivent être préparés à assumer un tel risque (AMF, *La fonction de dépositaire en France : cadre juridique – Bilan et préconisations : Rev. mens. AMF* 2005, n° 11, p. 29). Le coût pourrait d'ailleurs s'avérer à tel point onéreux qu'il obérerait la rentabilité de nombreux OPCVM, surtout dans une période de sous-performance des marchés financiers. Comme il incombera inévitablement aux investisseurs, il pourrait tout simplement remettre en cause leur attrait pour les OPCVM bénéficiant d'une telle garantie. Peut-on raisonnablement considérer que les investisseurs s'attendent de la part du dépositaire à une protection qu'ils ne seraient pas prêts à financer ? Avant de préconiser une solution juridique à ces questions, il faut s'assurer qu'elle donne sens d'un point de vue économique.