

par les autorités françaises à modifier les termes de son offre ?).

En ce qui concerne le préjudice subi par les actionnaires minoritaires privés de la chance de sortir de la société à un prix équitable, on notera qu'il a déjà été reconnu dans le passé, s'agissant du retard dans la mise en œuvre d'une offre publique de retrait (OPR) ordonnée par l'autorité de marché²⁸, mais on remarquera opportunément qu'il ne s'agissait pas alors d'une faute directement commise par le régulateur²⁹.

S'agissant du type de faute susceptible d'engager la responsabilité de l'AMF, la jurisprudence distingue selon que le régulateur a agi au titre de ses pouvoirs de sanction disciplinaire, nécessitant une faute lourde³⁰, ou de ses mesures de police, domaine dans lequel la responsabilité peut être engagée pour faute simple³¹.

Cette distinction a été théorisée à propos des pouvoirs de la Commission des opérations de bourse (COB) en matière de retrait de l'agrément dont bénéficient les sociétés de gestion de portefeuille³² : les mesures de police sont volontiers préventives, voire pédagogiques, tandis que les sanctions sont d'une nature plus clairement répressive (elles procèdent de l'intention de punir le manquement fautif à une obligation³³).

Au cas d'espèce, il semble que l'AMF n'a pas réellement entendu sanctionner un manquement aux lois et règlements de la part de Sacyr et de ses concertistes espagnols, mais qu'elle cherchait surtout à préserver les intérêts des actionnaires minoritaires d'Eiffage en leur garantissant une OPA au « juste prix », si bien que sa décision du 26 juin 2007 pourrait bien relever de son pouvoir de police, dans l'exercice duquel une faute simple suffit à engager sa responsabilité.

Frank Martin Laprade
Anselme Mialon

Avocats à la Cour
Jeantet Associés

28 CA Paris 5 févr. 2002 : *RTD com.*, 2002, p. 244, obs. N. Rontchevsky. À l'inverse, un arrêt (TGI, Paris, 1^{er} ch., 20 janv. 1988 ; CA Paris, 1^{er} ch., sect. A, 17 mai 1989 : *Bull. Joly Sociétés*, 1989, p. 807, § 292, note M. Jeantin) avait décidé que l'opération de la prise de participation minoritaire dans une société suivie d'une augmentation de capital ouverte à tous les actionnaires à l'occasion de laquelle le cessionnaire est devenu majoritaire n'ayant pas pour objet d'éluider les règles relatives à la garantie de cours, la demande d'indemnisation des actionnaires minoritaires – sur le fondement de la responsabilité civile – qui en auraient profité ne pouvait être accueillie.

29 Conclusions de A. Seban sous CE, ass., 30 nov. 2001 : *LPA*, n° 28, 7 févr. 2002, p. 7, Kechichian : « Le dommage est causé par le contrôlé, la responsabilité du contrôleur n'est que subsidiaire ».

30 Arrêt Kechichian, CE, ass., 30 nov. 2001, n° 219562, préc.

31 CE, 30 juill. 2003, M^{me} Kalfon : *Rec. CE*, 2003, tables, p. 670.

32 CE, 22 juin 2001, n° 193392, Société Athis.

33 M. Guyomar et P. Collin, « La frontière entre le retrait d'agrément prononcé par la Commission des opérations de Bourse au titre de ses pouvoirs de police et celui prononcé au titre de son pouvoir de sanction est précisée » : *AJDA*, 2001, p. 634 ;

OPCVM

28

Dépositaire. Conservation. Obligation de restitution. Délégation. Responsabilité.

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 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 un appel public à l'épargne et le bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers.

En l'absence, dans le Code monétaire et financier, d'une possibilité de dérogation contractuelle à l'obligation pesant sur le dépositaire, les accords conclus (entre le dépositaire et un sous-conservateur) ne lui permettent pas de s'exonérer de cette obligation ou même d'en limiter la portée.

Fondement : C. mon. fin., art. L. 214-26 ; Règl. gén. AMF, art. 323-14 et 323-2.
CA Paris, 1^{er} ch., sect. H, 8 avr. 2009, n° 2008/22218
Société Générale c/ Day Trade Asset Management

LA COUR

Le fonds commun de placement Day Trade Leverage (ci-après DTL ou le Fonds), agréé par l'AMF, a été constitué par la société Day Trade Asset Management (ci-après DTAM), société de gestion et par la Société Générale, dépositaire. Ce fonds commun de placement entre dans la catégorie des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) alternatifs à règles d'investissement allégées à effet de levier (« ARIA EL »).

Ces OPCVM, régis par les articles L. 214-35 et suivants du Code monétaire et financier, sont réservés à des investisseurs qualifiés avec une souscription minimale fixée, sauf dérogation, à 125 000 € et comme tels, sont soumis à des règles allégées en ce qui concerne le choix des actifs sous gestion, des marchés financiers et des techniques financières utilisées avec pour objectif d'offrir des performances sans corrélation avec celles des marchés financiers.

Les fonds ARIA EL restent toutefois tenus, comme les autres fonds communs de placement, d'avoir un dépositaire unique établi en France qui a pour mission, d'une part, de conserver ses actifs et, d'autre part, de s'assurer de la régularité des décisions de la société de gestion.

Afin de mettre en œuvre leur stratégie d'investissement, ces fonds ont fréquemment recours à un *prime broker*, prestataire de services d'investissement, qui assure le financement de l'activité, la compensation, le prêt de titres, les opérations de couverture de change et la conclusion, le règlement, la livraison ou le paiement relatif à des transactions initiées par le fonds. Le *prime broker* se portant contrepartie des opérations qu'il réalise et assurant leur financement, le fonds peut ainsi bénéficier, rapidement et à moindre coût, des financements (prêts d'espèces, opérations de prêts-emprunts de titres, etc.) nécessaires à la mise en œuvre de sa stratégie de gestion. En garantie des financements octroyés ou des positions prises sur instruments dérivés, le *prime broker* bénéficie de sûretés consenties sur les actifs du fonds.

Au cas d'espèce, le fonds DTL a eu recours aux services d'un *prime broker*, la société de droit anglais Lehman Brothers International Europe (ci-après LBIE), filiale de la banque d'investissement américaine Lehman Brothers Inc.

C'est dans ces conditions que DTAM et LBIE, d'une part, la Société Générale, autorisée par la convention dépositaire conclue le 20 février 2007 à désigner des sous-dépositaires pour les besoins de cette convention, d'autre part, ont signé le 12 mars 2007 une convention tripartite de sous-dépositaire (« *Tripartite Sub-Custody Agreement* ») en vertu de laquelle la Société Générale désignait LBIE, *prime broker*, en qualité de sous-dépositaire des actifs du Fonds.

Parallèlement, LBIE et DTAM ont conclu de leur côté le même jour une convention internationale de *prime brokerage* (« *International prime brokerage Agreement* »).

L'agrément de DTL comme fonds ARIA EL ayant recours aux services d'un *prime broker* étant, en application de l'instruction de l'AMF du 25 janvier 2005, subordonné à la remise d'une lettre de conformité établie par le *prime broker*, LBIE a rappelé dans une lettre datée du 27 novembre 2006, dans une rubrique intitulée « Principales dispositions légales et réglementaires » qu'aux termes de la convention de *prime brokerage*, il était convenu que :

- « en vue de garantir les obligations de l'OPCVM envers le *prime broker*, l'OPCVM peut remettre en pleine propriété des instruments financiers, contrats, créances, droits ou sommes d'argent ou constituer des sûretés sur de tels biens ou droits au bénéfice du *prime broker* dans les conditions et les limites définies par les articles R. 214-1 du Code monétaire et financier ;

- les biens ou droits de l'OPCVM ayant fait l'objet d'une sûreté au bénéfice du *prime broker* peuvent être utilisés ou aliénés par le *prime broker* à charge pour lui de restituer à l'OPCVM des biens ou droits équivalents [...] ;

- la valeur de la créance du *prime broker* sur l'OPCVM, constituée par l'ensemble des obligations de l'OPCVM envers le *prime broker* résultant d'opérations sur des instruments financiers et de contrats donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers est déterminée et communiquée quotidiennement par le *prime broker* à la société de gestion suivant les modalités déterminées dans la convention ;

- la valeur des biens ou droits de l'OPCVM remis en garantie ou faisant l'objet d'une constitution de sûreté au bénéfice du *prime broker* est déterminée et communiquée quotidiennement par le *prime broker* à la société de gestion suivant les modalités déterminées dans la convention ;

- conformément à l'accord exprès de la société de gestion, les actifs de l'OPCVM dont la tenue de compte conservation est assurée par le *prime broker* peuvent être utilisés par le *prime broker* ;

- dans l'hypothèse de la survenance d'un cas d'insolvabilité du *prime broker* ou de tout autre cas de défaut du *prime broker* tel que défini dans la convention, l'OPCVM peut résilier la convention et les contrats qui lui sont liés et compenser les dettes et les créances réciproques y afférentes (y compris celles relatives aux sûretés et garanties, ainsi qu'à l'utilisation ou l'aliénation des actifs, biens ou droits) en établissant un solde unique dû par une des parties, ce nonobstant l'ouverture de toute procédure collective, amiable ou judiciaire, fondée sur l'insolvabilité du *prime broker* ».

À la suite de la faillite de Lehman Brothers Inc, LBIE (Europe) a été placée le 15 septembre 2008 sous administration de Pricewaterhouse Coopers (PWC).

DTAM a alors accompli diverses démarches auprès de la Société Générale, en en informant les services de l'AMF, afin d'obtenir la restitution des actifs du Fonds.

Les services de l'AMF ont, dans un premier temps, posé une série de questions à la Société Générale et à DTAM touchant notamment à la composition de l'actif du fonds, aux opérations en suspens, à l'état des dettes et des créances réciproques et des actifs utilisés par LBIE. Le secrétaire général de l'AMF a rappelé ensuite à la Société Générale, par courrier du 8 octobre 2008, que le défaut de restitution des actifs du Fonds lui paraissait contraire aux dispositions législatives et réglementaires et était susceptible de porter atteinte à la protection des investisseurs et lui a imparti un délai pour présenter d'éventuelles observations. Il lui demandait de prendre sans délai les mesures nécessaires afin de restituer à DTAM les actifs entrant dans le périmètre de la sous-conservation confiée à LBIE, tout en lui notifiant qu'il envisageait de saisir le Collège de l'AMF afin d'engager à son encontre la procédure d'injonction prévue à l'article L. 621-14, I du

LA COUR

[...]

Sur l'obligation de restitution des actifs du Fonds

Considérant que la Société Générale prétend, en premier lieu, que l'Autorité lui a imposé une obligation de restitution immédiate des actifs du fonds DTL qui étaient pourtant conservés à son initiative par LBIE et inscrits dans ses livres en applications d'une convention de sous-conservation ;

Que la requérante soutient, en second lieu, que l'AMF a également méconnu le sens et la portée des textes sur lesquels elle fonde son injonction, dès lors :

- tout d'abord, qu'aucune des dispositions législatives et réglementaires visées n'impose au dépositaire de restituer les actifs du fonds lorsque leur conservation est assurée par un sous-dépositaire, seul astreint à une obligation de restitution ; que, de surcroît, c'est à tort que lui est opposé en l'espèce le principe suivant lequel sa responsabilité n'est pas affectée par le fait qu'elle a confié à un tiers tout ou partie des actifs dont elle a la garde, puisque la responsabilité qui pèse sur le dépositaire en cas de faute, en application de l'article L. 214-28 du Code monétaire et financier, est distincte de l'obligation de restitution pesant sur le conservateur des actifs du fonds qui trouve sa source dans le règlement général de l'AMF, indépendamment de toute faute ou dommage ;

- ensuite, que même en admettant que le dépositaire assure également la conservation des actifs, ni l'article L. 214-26 du Code monétaire et financier ni les

Code monétaire et financier, en lui impartissant toutefois un délai pour lui faire part de ses observations.

Après avoir recueilli ses observations, le président de l'AMF a adressé à la Société Générale un courrier du 20 novembre 2008 ainsi libellé :

« Par décision du 13 novembre 2008 et en application du I de l'article L. 621-14 et de l'article R. 621-37 du Code monétaire et financier, l'AMF ordonne à la Société Générale de mettre fin aux manquements aux obligations légales ou réglementaires [...] qui portent atteinte à la protection des investisseurs en restituant au fonds DTL, dans un délai de 10 jours à compter de la réception de son courrier des instruments financiers demandés par ce fonds et dont la conservation avait été confiée à LBIE, représentant au 12 septembre 2008 une valeur de 3 169 265 € ». Le président de l'AMF indiquait à la Société Générale qu'à défaut de se conformer à l'injonction, il envisageait de saisir sans délai le président du tribunal de grande instance de Paris afin qu'il ordonne, sous astreinte, en application de l'article L. 621-14 du Code monétaire et financier, l'exécution de l'obligation de restitution.

[...]

Sur ce,

articles 322-4 et 323-2 du règlement général de l'AMF ne mettent pour autant à la charge du dépositaire une obligation de restitution immédiate des actifs du fonds concerné, dès lors que lorsque, comme au cas d'espèce, ils sont grevés d'une sûreté bénéficiant à LBIE, cette restitution doit être précédée de l'apurement des dettes du Fonds à l'égard du *prime broker* puis de la mainlevée de la sûreté ;

Mais considérant que 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 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 ;

Considérant, en effet, que 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. [...] » ;

Que cette exigence est rappelée par l'article 323-14 du règlement général de l'AMF (Règl. gén. AMF) qui énonce que « la responsabilité du dépositaire n'est pas affectée par le fait qu'il mandate un tiers pour conserver les actifs de l'OPC » ;

Que l'article 323-2 du règlement général de l'AMF énonce également que le dépositaire « exerce la tenue de compte conservation des instruments financiers mentionnés aux 1 à 3 du I de l'article L. 221-1 du Code monétaire et financier à l'exclusion des instruments financiers nominatifs purs » et « ouvre dans ses livres au nom de l'OPC [...] un ou plusieurs comptes d'instruments financiers, ainsi que tout autre compte nécessaire à la conservation des actifs de l'OPC » ;

Que l'article 323-2 de ce règlement précise, enfin, que la tenue de compte conservation des instruments financiers figurant à l'actif de l'OPC est soumise aux dispositions applicables au teneur de compte conservateur lequel, aux termes de l'article 322-4 du règlement général de l'AMF, « respecte, en toutes circonstances, les obligations suivantes : [...] 3. le teneur de compte conservateur a l'obligation de restituer les instruments financiers inscrits en compte dans ses livres. [...] » ;

Qu'en l'absence, dans le Code monétaire et financier, à la date de la constitution du fonds, d'une possibilité de dérogation contractuelle à l'obligation de restitution pesant sur le dépositaire, les accords conclus par la Société Générale avec LCM et LBIE ne lui permettent pas de s'exonérer de cette obligation ou même d'en limiter la portée, peu important, par ailleurs, que l'AMF ait pris connaissance de ces accords dans le cadre de la procédure d'agrément ;

Considérant qu'il s'ensuit que c'est à juste titre que le Collège a enjoint à la Société Générale de restituer à DTAM les actifs bloqués chez LBIE ;

Sur le périmètre et la valeur des actifs restituables par la Société Générale

Considérant qu'il est constant que le Fonds a communiqué aux services de l'AMF des données chiffrées sur l'état du portefeuille confié à LBIE, données qui ont été complétées ensuite dans les réponses apportées aux questions ou demandes de précisions formulées par les services de l'AMF et que ni le Fonds ni le dépositaire n'ont contesté que la détermination du périmètre des actifs restituables par la Société Générale devait s'opérer en se référant à la convention de *prime brokerage* ;

Considérant qu'en ce qui concerne, tout d'abord, le périmètre et la valorisation des instruments financiers en cause, le Collège a constaté l'accord du fonds DTL et de la Société Générale :

- sur le périmètre et la valorisation des actifs du fonds conservés par LBIE au 12 septembre 2008 (5 889 236 €) ;

- sur le périmètre et la valorisation au 12 septembre 2008 des actifs ayant fait l'objet d'une réutilisation par LBIE (2 413 627 €) ;

- sur la valorisation à cette même date de la dette du fonds DTL à l'égard de LBIE (2 719 971 €) ;

Qu'en ce qui concerne, ensuite, la détermination des actifs restituables par RBC DEXIA, le Collège relève, notamment :

« Pour déterminer les actifs restituables, il convient de considérer, en premier lieu, les actifs dont la conservation était, au jour du placement sous administration de LBIE, assurée par ce dernier au titre de la convention de sous-conservation.

En second lieu, il convient de déduire de ces actifs qu'il apparaît légitime de sortir du périmètre des actifs restituables, en application des dispositions spécifiques du contrat de *prime brokerage* :

- il s'agit, d'abord, des instruments financiers qui ont fait l'objet d'une appropriation par LBIE en application du contrat de *prime brokerage* et qui, en conséquence, sont sortis du patrimoine du fonds LRA. Le Collège a constaté l'accord de la Société Générale sur ce point.

- il s'agit ensuite, des instruments financiers pour une valeur égale à la dette résiduelle du fonds DTL vis-à-vis de LBIE, calculée en application de la clause 13 du contrat de *prime brokerage* après compensation des dettes et créances réciproques. En application des valeurs mentionnées ci-dessus, la dette résiduelle du fonds DTL à l'égard de LBIE s'élève à 306 344 € [...]. Le collège a constaté le désaccord de Société Générale sur ce point.

En effet, la Société Générale estime qu'il existe un risque important que la compensation prévue au contrat de *prime brokerage* ait un effet défavorable pour le fonds DTL en ce qu'elle transformerait les actifs en conservation faisant l'objet d'une sûreté au bénéfice de LBIE (mais n'ayant pas fait l'objet d'une appropriation par ce dernier) en un simple droit de créance du fonds sur LBIE, droit de créance qui ne pourrait être entièrement compensé avec les dettes du fonds DTL sur LBIE.

Pour cette raison, la Société Générale estime que la compensation ne doit pas être mise en œuvre et que, en conséquence, la dette totale du fonds DTL vis-à-vis de LBIE doit être déduite des actifs en conservation et non pas uniquement de la dette résiduelle calculée après compensation.

Le Collège a estimé que la responsabilité du dépositaire affirmée par la loi sans exception constitue un principe fondamental de la réglementation française de la gestion alternative visant à apporter un haut niveau de sécurité aux investisseurs. Il ne saurait être dérogé par voie contractuelle à cette obligation de restitution d'ordre public, sans autorisation expresse de la loi française. Or, considérer les actifs en conservation non plus comme un droit de propriété de l'OPCVM mais comme une créance de l'OPCVM attirée dans le champ de la compensation reviendrait à

supprimer, par un effet présumé du contrat, toute obligation de restitution du dépositaire.

En conséquence, le Collège estime que les actifs restituables sont les instruments financiers dont la conservation était, au 12 septembre 2008, confiée à LBIE au titre de la convention de sous-conservation, déduction faite (i) des instruments financiers ayant fait l'objet au 12 septembre 2008 d'une appropriation par LBIE conformément au contrat de *prime brokerage* et (ii) d'instruments financiers pour une valeur au 12 septembre 2008 correspondant à la dette résiduelle du fonds DTL vis-à-vis de LBIE à cette même date.

En considération de ce qui précède, la valeur des actifs restituables s'élevait au 12 septembre 2008 à : (5 889 236 €) - (2 413 627 €) - (306 344 €) = 3 169 265 €.

Considérant que la Société Générale prie la cour d'annuler l'injonction en ce que l'Autorité a procédé à un calcul erroné de l'assiette des actifs restituables par LBIE, dès lors, d'une part, que l'apurement de la dette du fonds DTL à l'égard de LBIE ne peut se faire en opérant une compensation avec les actifs appropriés par LBIE au titre de son droit d'utilisation, en effet exclue par l'article 7.3 de la convention de *prime brokerage* et, d'autre part, dans la mesure où elle procède à une compensation globale avec déchéance du terme alors que le fonds DTL n'a pas fait usage des dispositions de l'article 13 de la convention concernant la faculté de compensation globale avec déchéance du terme (« *close out netting* ») ;

Considérant, en premier lieu, sur la possibilité d'une déduction des instruments financiers pour une valeur égale à la dette résiduelle du fonds vis-à-vis de LBIE, si une telle dette existe, calculée en application de la convention internationale de *prime brokerage*, que l'article 13 de cette convention, intitulé « déchéance du terme et compensation des obligations réciproques » (« *close out* ») stipule :

« 13.1 En cas de survenance d'un cas de défaillance, la partie non défaillante se réserve le droit de résilier la présente convention [...]. À la date de résiliation, les dispositions suivantes s'appliquent immédiatement :

- a) toute obligation faite au *prime broker* de régler une transaction quelconque pour le compte de la contrepartie cesse ;
- b) le prêt devient immédiatement remboursable ;
- c) toutes les autres obligations en suspens de chaque partie, lui imposant de livrer les titres [...] ou de payer une somme en espèces à l'autre partie en application de la présente convention doivent être exécutées immédiatement [...]

d) la personne réalisant l'évaluation établit, à la date du cas de défaillance, les valeurs de marché en cas de défaillance de tous les versements en espèces et de

toutes les livraisons de titres dus par chaque partie en application de l'alinéa c) [...] Et le solde net des obligations en cas de défaillance en application de toute convention clients résiliée ;

13.2 Sur la base des sommes ainsi calculées, un compte est dressé [...] de ce que chacune des parties doit à l'autre en application de la présente convention [...] et les sommes dues par l'une des parties sont compensées par les sommes dues par l'autre et seul le solde reste dû (par la partie dont les créances sont évaluées au montant le plus faible) [...]. L'intention des parties est que la présente clause 13.2 crée un droit légalement exécutoire de compensation des obligations réciproques avec déchéance du terme » ;

Considérant que la requérante n'est pas fondée à soutenir que la clause 7.3 de la convention de *prime brokerage* qui stipule que « La contrepartie s'engage à payer tout montant dû en application de la présente convention à sa date d'échéance, sans déduction ni exercice de tout droit en équité, tout droit de compensation ou toute demande reconventionnelle que la contrepartie peut détenir ou alléguer à l'encontre du *prime broker* » exclut une compensation entre les créances et les dettes du Fonds et de LBIE effectuée en application de l'article 13 susvisé ;

Qu'en effet, cette clause, qui figure dans l'article 7 de cette convention intitulé « Remboursements d'espèces et livraison de titres », concerne seulement l'activité de contrepartie de LBIE – soit les règlements et les livraisons afférents aux transactions réalisées avec le *prime broker* – et non la détermination des créances et des dettes afférentes à l'activité de financement de LBIE ;

Considérant, en second lieu, qu'il importe peu que, dans ses relations avec LBIE, le Fonds ne se soit pas prévalu de cette clause, dès lors que la situation prise en compte à sa demande par le Collège correspond bien objectivement à la survenance « d'un cas de défaillance » de LBIE ;

Considérant, en conséquence que c'est à juste titre que l'AMF, compte tenu des actifs réutilisés dont la valorisation retenue, non contestée, a été fixée à 2 413 627 € et compte tenu de l'existence, également non contestée, d'une dette du fonds envers LBIE s'élevant à 2 719 971 €, a constaté qu'en application de l'article 13 du contrat de *prime brokerage*, la dette résiduelle du fonds s'élevait à 306 344 € (2 719 971 € - 2 413 627 €) et a fixé en conséquence à 3 169 265 € (5 889 236 € - 2 413 627 € - 306 344 €) la valeur des actifs restituables au 12 septembre 2008 ;

Considérant qu'il résulte de ce qui précède que le manquement reproché à la requérante étant caractérisé, le recours doit être rejeté ;

PAR CES MOTIFS

Déclare irrecevable l'intervention volontaire de la société DTAM,

Rejette le recours de la Société Générale,

Condamne la Société Générale aux dépens.

Note – La fonction de conservation du dépositaire, source de responsabilité civile.

1. Les dépositaires d'actifs d'OPC – et plus spécialement d'OPCVM – sont-ils tenus en toutes circonstances de restituer les actifs de l'OPCVM, et ce même s'ils ont confié la conservation de tout ou partie de ceux-ci à un tiers et que ce dernier est en faillite ? La cour d'appel de Paris y a répondu par l'affirmative dans trois arrêts rendus le 8 avril 2009 (n° 2008/22085, n° 2008/22106, et n° 2008/22218)¹. Dans ces arrêts, des FCP à règles d'investissement allégées à effet de levier (OPCVM ARIA EL) créés par des sociétés de gestion et des dépositaires avaient eu recours pour financer leurs activités aux services d'un *prime broker*, Lehman Brothers International.

2. Acteurs de la gestion alternative, les *prime brokers*², qui sont des institutions financières anglo-saxonnes ou américaines, jouent un rôle essentiel dans la stratégie de gestion des OPCVM de gestion alternative³. Leurs services vont du financement à effet de levier, notamment par le biais de prêts de titres et d'espèces en contrepartie de garanties prises sur les actifs du fonds (*collateral*), à la simplification de la gestion administrative, en passant par la prise en charge de la conservation des actifs. Des conventions tripartites sont passées entre le dépositaire, la société de gestion de l'OPCVM qui représente celui-ci et le conservateur, définissant leurs obligations. L'AMF vérifie que l'intervention de cet acteur n'affecte pas la capacité du dépositaire à accomplir sa mission de contrôle et à assumer ses responsabilités en matière de conservation des actifs.

3. En l'espèce, à la suite de l'annonce de la faillite de Lehman Brothers International, les sociétés de gestion des OPCVM ont sollicité des dépositaires la restitution des actifs confiés au *prime broker*. Les dépositaires s'y sont opposés en invoquant l'existence d'une clause

de décharge à cette obligation de restitution et une délégation parfaite consentie au *prime broker*. Le Collège de l'AMF a ensuite, sur le fondement de l'article L. 621-14 du Code monétaire et financier, enjoint ces dépositaires de mettre fin à ce refus de restitution et de se conformer aux obligations légales et réglementaires qui leur sont applicables. Saisie d'un recours en annulation à l'encontre de ces injonctions, la cour d'appel de Paris énonce une solution tranchée : « 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 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 un appel public à l'épargne et le bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers. [...] En l'absence, dans le Code monétaire et financier, d'une possibilité de dérogation contractuelle à l'obligation pesant sur le dépositaire, les accords conclus (entre le dépositaire et un sous-conservateur) ne lui permettent pas de s'exonérer de cette obligation ou même d'en limiter la portée. » La question ne s'était pas encore présentée en justice, car la faillite d'un *prime broker* relevait du tabou ou de l'hypothèse d'école.

Abstraction faite des questions de procédure relative à l'intervention volontaire d'un tiers en cas de recours de la personne visée par une injonction⁴, ces arrêts sont importants pour la gestion collective car, à travers l'affirmation de l'obligation de restitution des actifs pesant en toutes circonstances sur le dépositaire, ils montrent l'importance de la fonction de conservation

du dépositaire d'actifs (I) et de sa responsabilité (II) et invitent à s'interroger sur la place accordée à la liberté contractuelle en la matière.

I - La fonction de conservation du dépositaire

4. Parmi les missions qui incombent au dépositaire d'OPCVM, à côté du contrôle par la société de gestion et de l'OPCVM du respect des dispositions légales et réglementaires (C. mon. fin., art. L. 214-16 et L. 214-26 et Règl. gén. AMF, art. 232-1), figure la fonction de « conservation » des actifs de l'OPCVM. Il importe de préciser le contenu exact de cette fonction (A) avant de s'interroger sur la possibilité de contractualiser les obligations qui pèsent sur cet acteur au titre de cette mission (B).

A - Le contenu de la fonction de conservation

5. Les textes mettent à la charge du dépositaire, dans le cadre de sa mission de conservation, une obligation de garde ou conservation des actifs de l'OPCVM pendant la durée de la détention des actifs (1). À l'issue de cette dernière, ils sont tenus à une obligation de restitution (2).

1 - L'obligation de conservation proprement dite

a - Notion de conservation des actifs

6. Selon la directive OPCVM, il pèse sur le dépositaire une obligation de « garde des actifs » de l'OPCVM⁵ mais elle ne précise pas ce que recouvre cette notion. Les articles L. 214-16 et L. 214-26 du Code monétaire et financier, issus de la transposition de cette directive, se réfèrent quant à eux à la notion de « conservation » des actifs et la relient à la notion de garde en énonçant que « [...] les actifs sont conservés par un dépositaire [...] ». Sa responsabilité n'est pas affectée par le fait qu'il confie tout ou partie des actifs dont il a la garde ». Les obligations y afférentes sont

précisées aux articles 223-1 et suivants du règlement général de l'AMF. L'obligation de conservation porte sur l'ensemble des actifs détenus par l'OPCVM (Règl. gén. AMF, art. 323-2), mais elle revêt une physionomie différente selon leur nature. Pour les titres financiers au sens de l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier, à l'exclusion des titres nominatifs purs, les obligations du dépositaire d'OPCVM sont celles d'un teneur de compte conservateur (Règl. gén. AMF, art. 322-1 et s. sur renvoi art. 323-3). Pour satisfaire à cette obligation, le dépositaire doit ouvrir dans ses livres au nom de l'OPCVM un ou plusieurs comptes espèces et titres-comptes, comptes qui seront crédités des titres composant l'actif de cet OPCVM. Ces titres conservés seront ensuite crédités sur le compte ouvert par le teneur de compte conservateur dans les livres du dépositaire central ou d'un autre teneur de compte conservateur – à qui a été confiée une délégation⁶ – et ainsi de suite pour créer une « chaîne de détention des titres »⁷. L'objet de cette obligation consiste, selon l'article 322-4,1° du règlement général de l'AMF, à « apporter[r] tous ses soins à la conservation des instruments financiers et [à] veille[r] à ce titre à la stricte comptabilisation des instruments financiers et de leurs mouvements dans le respect des procédures en vigueur. Le teneur de compte conservateur apporte également tous ses soins pour faciliter l'exercice des droits attachés à ces instruments financiers ». Elle recouvre une obligation de contrôle des mouvements affectant les titres⁸.

Lorsque les actifs sont des titres nominatifs purs et des contrats financiers (instruments financiers à terme), selon la terminologie nouvelle issue de l'ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009⁹, le dépositaire effectue une « tenue de position ». Elle consiste à établir un registre des positions ouvertes sur ces actifs destinés à enregistrer leurs mouvements afin d'en assurer la traçabilité (Règl. gén. AMF, art. 323-4)¹⁰.

7. L'intensité de l'obligation de conservation du dépositaire d'actifs d'OPCVM n'est pas expressément indiquée dans les textes. S'agit-il d'une obligation de moyens, de moyens renforcée, de résultat atténuée ou de résultat ? L'article 322-2, 1° du règlement général de l'AMF fait référence à l'obligation d'apporter « tous ses soins à la conservation », ce qui pourrait suggérer

1 Seul l'arrêt n° 2008/22218 est reproduit *supra*.
 2 Sur les *prime brokers*, V. notamment F. Bussière, « Les aspects juridiques de la gestion alternative » : *Banque et droit*, n° 77, 2001, p. 3 ; F. Bussière et S. Puel, *Prime brokerage*, Dossier *Banque magazine*, n° 657, 2004, p. 32 ; S. Puel, « *Prime brokerage* : la réglementation évolue » : *Banque et Stratégie*, n° 224, 2005, p. 13 ; J. L'homme et Ch. Caffard, « Garanties financières et gestion collective » : *RD bancaire et fin.*, janv. 2007, p. 96.
 3 Ces OPCVM recherchent un objectif de performance absolue, décorrélée de l'évolution d'un marché, d'un indice (performance non benchmarkée), par l'utilisation de stratégies sophistiquées et risquées sur toute la gamme d'instruments financiers et en particulier sur les instruments dérivés, la technique de l'emprunt en raison de l'effet de levier ainsi que la vente à découvert. En France, ces véhicules de gestion alternative sont des OPCVM réservés à certains investisseurs (C. mon. fin., art. L. 214-34-1 et s.) : les OPCVM à règles d'investissement allégées (OPCVM ARIA) qui peuvent ou non être à effet de levier (C. mon. fin., art. L. 214-35 et L. 214-35-1), ainsi que les OPCVM contractuels (C. mon. fin. art. L. 214-35-2 à L. 214-35-6).
 4 La cour d'appel a jugé que les dispositions des articles 325 et suivants du Code de procédure civile sont incompatibles avec la nature propre du contentieux en cause.

5 Dir. n° 85/611/CEE, 20 déc. 1985, art. 7, § 1.
 6 V. *infra*, n° 9 et s.
 7 V. Katlin, « La fonction dépositaire d'OPCVM et la réglementation française de la tenue de compte conservation », in *Le nouveau cadre réglementaire de la fonction dépositaire d'organismes de placement collectif* : *Bull. Joly Bourse*, 2008, p. 336, § 41.
 8 Th. Bonneau, « Les fonds communs de placement, les fonds communs de créance et le droit civil » : *RTD civ.*, 1991, p. 1, n° 78 ; *J.-Cl. Banque et crédit*, v. fasc. n° 2237, « OPCVM – Règles communes applicables aux OPCVM à vocation générale », par A. Bougnoux, 1996, n° 100.
 9 *JO*, 9 janv. 2009, p. 570.
 10 À ce titre, le dépositaire doit exécuter sur instruction de la société de gestion les virements d'espèces et d'instruments financiers nécessaires à la constitution des dépôts de garantie et appels de marge, les paiements d'espèces liés aux opérations.

l'existence d'une obligation de moyens¹¹. Cela semble conforme à la solution rendue en matière de dépôt régulier¹². Mais encore faut-il, pour l'adopter, admettre que la tenue de compte conservateur relève de la convention de dépôt des articles 1915 et suivants du Code civil. Or, cette question est controversée¹³. Si la jurisprudence¹⁴ et certains auteurs¹⁵ y sont favorables, d'autres en revanche y voient un contrat d'entreprise¹⁶ ou un contrat *sui generis*¹⁷ auxquels s'ajoute un contrat de mandat ou de commission.

8. Par ailleurs, le dépositaire ou celui à qui il a délégué la conservation des actifs est-il en droit d'utiliser les titres (*re-use*) pendant la durée de la conservation ? En raison du droit de propriété de l'OPCVM¹⁸ sur les titres composant son actif (C. mon. fin., art. L. 211-9), il est admis que le dépositaire n'a pas de droit d'utilisation pour compte propre, sauf autorisation expresse de la société de gestion ou de la SICAV (Règl. gén. AMF, art. 322-4, 2°)¹⁹. De même, plus largement il ne peut en transférer la propriété sans l'accord exprès de l'OPCVM. Il s'agit d'une obligation de ne pas faire, constitutive d'une obligation de résultat. À défaut, il s'agirait d'une atteinte au droit de propriété de l'OPCVM, dont les conservateurs sont tenus d'assurer le respect (C. mon. fin., art. L. 211-9). Au surplus, il se rendrait coupable d'un abus de confiance (C. pén., art. 314-1)²⁰. La question se pose également pour le sous-conservateur à qui le dépositaire a consenti une délégation.

b - Incidence d'une délégation

9. Dans l'exercice de la mission, le dépositaire d'actifs d'OPCVM peut procéder à des délégations dans le respect de la réglementation en vigueur. Cette possibilité, offerte par la directive OPCVM²¹, a été retenue par le droit français (C. mon. fin., art. L. 214-16, al. 2 ; L. 214-26, al. 3)²². Les dispositions du règlement général de l'AMF indiquent que le dépositaire peut déléguer tout ou partie des tâches liées à l'activité de conservation des actifs (Règl. gén. AMF, art. 323-14). Très souvent, comme en l'espèce, cette délégation est confiée à un *prime broker* qui agira donc comme sous-conservateur, mais non comme sous-dépositaire d'OPCVM, car la mission de contrôle de la société de gestion et de l'OPCVM pesant sur le dépositaire ne peut être déléguée (Règl. gén. AMF, art. 323-15). Le bénéficiaire de la délégation doit être habilité en vue de l'administration ou la conservation d'instruments financiers (Règl. gén. AMF, art. 323-14). Une convention doit être établie précisant l'étendue de la délégation, ainsi que les procédures et moyens mis en place par le dépositaire afin d'assurer le contrôle des opérations effectuées par le mandataire (*Ibid.*). En revanche, il n'est pas exigé du dépositaire qu'il recueille l'accord de l'OPCVM ou de la société de gestion le représentant. Rien n'interdit ensuite au sous-conservateur, à qui a été confiée cette délégation, de confier à son tour une délégation (sous-délégation)

et, ainsi de suite, pour former une chaîne de sous-conservation²³.

10. Le *prime broker*, à qui une délégation a été consentie, conserve les actifs de l'OPCVM en tant que sous-conservateur. Si la directive n'indique pas la nature juridique de celle-ci²⁴, l'article 323-14 du règlement général de l'AMF relatifs à la conservation des actifs des OPC – ainsi que les articles 322-39 et suivants de ce règlement relatif à la tenue de compte conservateur – mentionnent un mandat de représentation dans l'accomplissement des tâches de conservation.

Par l'emploi du terme « délégation », la réglementation des OPC ne vise assurément pas, comme l'invoquaient les dépositaires dans les arrêts du 8 avril 2009, une « délégation parfaite » au sens du Code civil afin de prétendre bénéficier de l'article 1276 du Code civil²⁵, car l'OPCVM ne décharge pas son dépositaire de ses obligations et l'accord de l'OPCVM n'est pas requis pour la délégation de conservation, même si en l'espèce les conventions tripartites associent la société de gestion.

En utilisant le terme « délégation », les textes visent simplement le fait pour le dépositaire de confier à un tiers tout ou partie d'une tâche à laquelle il est tenu. L'idée évoque naturellement le sous-contrat, qui s'apparenterait en l'occurrence à une sous-conservation, notion à laquelle se réfèrent les arrêts de la cour d'appel de Paris du 8 avril 2009. Néanmoins, cette sous-conservation doit se combiner avec un mandat de représentation puisque le *prime broker* doit nécessairement effectuer des opérations pour le compte du dépositaire. Il pèse en outre sur le dépositaire une obligation de surveillance du sous-conservateur.

11. Par ailleurs, lorsqu'il est fait appel à un *prime broker*, sous-conservateur des actifs de l'OPCVM, ce dernier a pu se voir accorder par la société de gestion de l'OPCVM, sur le fondement de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier (ancien art. L. 431-7-3) un contrat de garantie financière au sens de la directive n° 2002/47/CE du Parlement et du Conseil du 6 juin 2002 relative aux contrats de garantie financière, dite directive *collateral*²⁶. Cette garantie peut consister soit en un transfert de propriété des actifs de l'OPCVM, soit en une sûreté lui conférant un droit d'utilisation

(*re-use*). Cela supposerait sans doute que le dépositaire ait préalablement obtenu lui-même l'autorisation d'utilisation de l'OPCVM ? En outre, la situation se complique si le *prime broker* est situé dans un État dont le droit ne reconnaît pas un droit de propriété sur les titres conservés, mais un simple droit de créance. Elle trouve alors ses prolongements sur le terrain de l'obligation de restitution.

2 - L'obligation de restitution

12. D'emblée, il convient de préciser que la question de la restitution par un dépositaire d'OPCVM n'a guère de sens pour la tenue de position, tout au moins pour les contrats financiers car, par définition, il ne s'agit pas de titres financiers mais de contrats. Elle ne se posera donc que lorsque le dépositaire agit en tant que teneur de compte conservateur. L'article 323-2 du règlement général de l'AMF renvoie à l'article 322-4 en vertu duquel le teneur de compte conservateur « respecte en toutes circonstances, les obligations suivantes ; [...] 3° le teneur de compte a l'obligation de restituer les instruments financiers inscrits en compte ».

13. La question de l'intensité de cette obligation de restitution est discutée. Rien n'est spécifié en ce sens ni dans la directive OPCVM, ni dans les dispositions du Code monétaire et financier et du règlement général de l'AMF. Certains auteurs estiment que cette obligation est une obligation de résultat, à l'instar de celle qui incombe au teneur de compte conservateur²⁷. C'est d'ailleurs la conception retenue en droit commun du dépôt²⁸. Toutefois, l'application des règles du dépôt du Code civil aux dépositaires et sous-conservateurs d'actifs d'OPCVM est contestée²⁹.

14. Les modalités d'exécution de cette obligation peuvent également soulever des difficultés, comme en témoignent les arrêts du 8 avril 2009. Ainsi, en premier lieu, la date de la restitution doit être précisée, car elle est susceptible de soulever un problème de détermination en cas d'utilisation non autorisée ou de perte des titres par le dépositaire, ou lorsqu'une délégation a été consentie au profit d'un dépositaire situé dans un État autorisant l'utilisation. Si l'article 322-4 du règlement général de l'AMF vise une restitution « en toutes circonstances », il ne précise pas « sans délai ». Aussi, faut-il approuver l'arrêt du 8 avril 2009 qui pose à cet égard la règle d'une restitution immédiate, conduisant

11 D'autres distinguent selon la nature des obligations engendrées par la conservation : l'obligation de moyens « contraste avec le luxe de détails qui entoure la définition des modalités de comptabilisation des instruments financiers et qui paraît supprimer tout aléa [...] Aussi nous semble-t-il que les obligations liées à la comptabilisation des instruments : le respect des procédures en vigueur, la vérification de l'identité de l'auteur de l'ordre de mouvement, l'enregistrement des ordres, la comptabilisation concomitante des mouvements d'espèces et de droits correspondants... sont des obligations de résultat. En revanche, l'obligation de faciliter l'exercice des droits attachés aux instruments financiers ressort des obligations de moyens » (Th. Bonneau et Fr. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, 2005, 2^e éd., n° 395).

12 V. Cass. 1^{re} civ., 11 juill. 1984 : *Bull. civ.*, I, n° 230 ; 30 mars 2005 : *Bull. civ.*, I, n° 157.

13 V. Th. Bonneau et Fr. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, 2005, 2^e éd., n° 232 ; Th. Bonneau, « Conservation et responsabilité des dépositaires » : *Dr. sociétés*, mai 2009, Repère 5 : *J-Cl. Banque et crédit*, v. fasc. n° 2115 « Tenue de compte de titres », F. Auckenthaler, 2005, n° 13 et s.

14 CA Paris, 9^e ch., sect. B, 16 mars 1995 : *Banque et droit*, mars-avr. 1995, p. 22, note F. Peltier ; *Bull. Joly Bourse*, 1995, p. 193, § 40, note S. Mouy et H. de Vauplane ; Cass. crim., 30 mai 1996 : *Juris-Data*, n° 1996-002195 ; *RD bancaire et bourse*, 1996, p. 175, note M. Germain et M.-F. Frison-Roche ; *Dr. sociétés*, 1996, comm. n° 156, note H. Hovasse ; *RTD civ.*, 1988, p. 137, obs. F. Zénati ; *Rev. sociétés*, 1996, p. 807, obs. B. Bouloc ; Cass. com., 19 févr. 2008 : *Dr. soc.*, 2008, n° 189, note Th. Bonneau ; *RD bancaire et fin.*, 2008, comm. n° 92, note A.-C. Muller.

15 R. Libchaber, « Le dépôt d'instruments financiers » : *Dr. et patrim.*, mai 2000, n° 82, p. 89 ; A. Gauvin, « Désuétude ou renaissance du contrat de dépôt en matière financière » : *D. aff.*, 1998, p. 1470.

16 G. Ripert et R. Roblot, *Traité de Droit commercial*, LGDJ, t. II, 2004, 17^e éd., n° 2470 ; V. Ph. Malaurie, L. Aynès, P.-Y. Gautier, *Les contrats spéciaux*, Défrénois, 2007, 3^e éd., n° 881 ; J.-P. Brill, note sous Cass. com., 9 janv. 1990 : *D.*, 1990, jur. p. 173, p. 176.

17 *J-Cl. Banque et crédit*, v. fasc. n° 2115 « Tenue de compte de titres 2005 », n° 16, par F. Auckenthaler.

18 Ou de copropriété des porteurs de parts de FCP.

19 Règl. gén. AMF, art. 332-4, 2° : « Le teneur de compte conservateur ne peut ni faire usage des instruments financiers inscrits en compte et des droits qui y sont attachés, ni en transférer la propriété sans l'accord exprès de leur titulaire. » Comparez avec l'article 1930 du Code civil qui se réfère à une permission expresse ou présumée du déposant.

20 CA Paris, 9^e ch., sect. B, 16 mars 1995 : *Banque et droit*, mars-avr. 1995, p. 22, note F. Peltier ; Cass. crim., 30 mai 1996 : *Juris-Data*, n° 1996-002195 ; *RD Bancaire et bourse*, 1996, p. 175, note M. Germain et M.-A. Frison-Roche ; *Dr. sociétés*, 1996, comm. n° 156, note H. Hovasse.

21 Dir. n° 89/611/CEE, 20 déc. 1985, art. 7, § 2, art. 14, § 2.

22 V. AMF, « La fonction de dépositaire en France, Cadre juridique – Bilan et préconisations » : *Rev. AMF*, n° 11, 2005, p. 29, spéc. p. 35. Il en va de même pour le teneur de compte conservateur : C. mon. fin., art. L. 211-8.

23 M. Karlin, « La fonction dépositaire d'OPCVM et la réglementation française de la tenue de compte conservateur », art. préc.

24 Dir. n° 89/611/CEE, 20 déc. 1985, art. 7 § 2, art. 14, § 2.

25 C. civ., art. 1276 : « Le créancier qui a déchargé le débiteur par qui a été faite la délégation, n'a point de recours contre ce débiteur, si le délégué devient insolvable, à moins que l'acte n'en contienne une réserve expresse, ou que le délégué ne fût déjà en faillite ouverte, ou tombé en déconfiture au moment de la délégation. »

26 V. J. Lhomme et Ch. Caffard, « Garanties financières et gestion collective », préc.

27 S. Dussart, F. Rodriguez et M. Thouch, « La restitution des actifs par le dépositaire » : *Bull. Joly Bourse*, 2008, p. 452, § 68. Cette analyse ne s'impose pas de manière aussi évidente, v. P. Ghuilhaumaud, *La responsabilité civile du dépositaire d'OPCVM* : *Banque et droit*, 1992, p. 155 ;

28 V. Ph. Malaurie, L. Aynès, P.-Y. Gautier, *Les contrats spéciaux*, Défrénois, 2007, 3^e éd., p. 509 ; F. Collard-Dutilleul et Ph. Delebecq, *Contrats civils et commerciaux*, Précis Dalloz, 2007, 8^e éd., n° 807.

29 V. *supra* n° 7.

le dépositaire français à devoir se procurer les titres sur le marché et en avancer le montant et s'exposant ainsi au risque de non restitution par le sous-conservateur³⁰.

15. En second lieu, se pose la question du périmètre et de la valorisation des actifs à restituer. Dans la présente affaire, la lettre d'injonction du Collège de l'AMF a considéré que « pour déterminer les actifs restituables, il convient de considérer, en premier lieu, les actifs dont la conservation était, au jour du placement sous administration de LBIE (sous-conservateur), assurée par ce dernier au titre de la convention de sous-conservation ». Mais importait-il également de tenir compte des actifs abusivement – sans autorisation – sortis du patrimoine de l'OPCVM et affectés en garantie au *prime broker*? À cet égard, la cour d'appel de Paris refuse de faire droit à la demande du dépositaire qui souhaitait exclure du périmètre des actifs restituables ces actifs affectés en garantie, en énonçant que « aux termes de [...] la convention internationale de *prime brokerage*, DPE (dépositaire) a consenti à LBIE (*prime broker*), en garantie des éventuelles créances qu'elle pourrait détenir sur le fonds dans le cadre de l'exercice de ses activités de *prime brokerage*, afin de réaliser cette sûreté, de réutiliser les actifs gagés à ses propres fins, les actifs ainsi réutilisés par le *prime broker* étant exclus de l'obligation de restitution du dépositaire. Qu'en application de [...] cet accord et conformément aux dispositions des articles L. 431-7-3 [aujourd'hui L. 221-38], R. 214-12 et R. 214-35 du Code monétaire et financier, toutefois, cette garantie ne peut être constituée que lorsque le *prime broker* détient une créance exigible sur le fonds ». Ayant considéré que le *prime broker* n'a jamais détenu une telle créance, la cour d'appel de Paris a considéré qu'il n'y avait pas lieu de déduire ces actifs du périmètre des titres à restituer.

Par ailleurs, en termes de valorisation, les titres doivent être restitués dans l'état où ils se trouvent à la date de la restitution. Or, selon le droit de l'État dans lequel se situe le conservateur « final » des actifs, leur valorisation peut conduire à des montants très sensiblement différents, de sorte que le dépositaire « initial » ne pourra pas récupérer la différence³¹. En outre, selon la date servant de référence, le montant pourra varier.

Par ailleurs, il convient d'observer que la modalité de restitution (les titres déposés ou des titres équivalents) dépend de l'existence ou non d'un droit de *re-use*. Toutefois, selon les arrêts du 8 avril 2008, l'injonction de l'AMF (prise sur le fondement du C. mon. fin., art. L. 621-14) d'avoir à restituer peut lui permettre « de choisir, à sa convenance, le mode de restitution (en titres ou en numéraire) qui lui conviendrait le mieux ».

L'existence d'une délégation de conservation soulève également le problème de la contractualisation des obligations du dépositaire.

B - La contractualisation des obligations du dépositaire

16. Selon la cour d'appel de Paris, la contractualisation des obligations du dépositaire d'OPCVM est, en principe, interdite, sauf disposition légale contraire.

1 - Le principe d'interdiction de la contractualisation

17. Le dépositaire peut-il aménager librement les obligations qui lui sont imposées au titre de la conservation des actifs des OPCVM? Autrement dit, peut-il valablement introduire des clauses de limitation ou d'exclusion de ses obligations, voire de partage lorsqu'il a confié un mandat à un sous-conservateur? La réponse à cette interrogation dépend du point de savoir si ces obligations sont impératives et ne souffrent aucune clause contraire.

La cour d'appel de Paris dans les trois arrêts du 8 avril 2009 y a répondu par l'affirmative au sujet de l'obligation essentielle de restitution. « 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 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 un appel public à l'épargne et le bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers [...]. En l'absence, dans le Code monétaire et financier [...] d'une possibilité de dérogation contractuelle à l'obligation pesant sur le dépositaire, les accords conclus (entre le dépositaire et un sous-conservateur) ne lui permettent pas de s'exonérer de cette obligation ou même d'en limiter la portée [...] ». On observera d'emblée le glissement opéré par les juges de la notion d'ordre public au caractère impératif de la règle. La conception de l'ordre public retenue, protection des marchés et de l'épargne investie, et non la protection des investisseurs, rend parfaitement logique le caractère impératif de la règle.

Toutefois, à y regarder de près, cette conception de l'ordre public a de quoi surprendre. D'une part, il ne s'agissait précisément pas d'OPCVM destinés au grand public, mais des OPCVM de gestion alternative – spécialement des OPCVA ARIA EL – réservés à des investisseurs qualifiés ou à des investisseurs dont la souscription minimale est fixée à 125 000 € (C. mon.

fin., art. L. 214-35, Règl. gén. AMF, art. 413-2)³². En outre, les OPCVM sont en tant que tels des contreparties éligibles. Aussi, l'idée d'épargnant est inappropriée, sauf si l'on considère à travers eux leurs porteurs de parts et actionnaires³³. D'autre part, la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie a écarté les OPCVM de l'appel public à l'épargne – aujourd'hui offre au public. Enfin, quant au « bon fonctionnement des marchés financiers », il est possible de se demander si ce n'est pas plutôt la confiance dans la place financière dont il était question. Assurer la restitution des actifs à l'OPCVM, c'est avant tout poursuivre un but de protection des investisseurs. C'est en effet agir dans l'intérêt exclusif des porteurs de parts, intérêt supérieur dont la recherche doit guider tous les acteurs de la gestion collective selon l'article L. 214-3 alinéa 2 du Code monétaire et financier.

18. En réalité, il semble que, dans ces arrêts, la cour d'appel de Paris ait, par une formulation globale, voulu poser un principe général applicable à la réglementation des dépositaires d'OPC, quels que soient les véhicules concernés (grand public ou réservés), afin de justifier l'impossibilité de contractualiser leurs obligations, en l'absence de permission expresse de la loi. Cette dernière sera délivrée « au compte-gouttes », compte tenu du public auquel ces véhicules s'adressent. Mais tant qu'une telle autorisation n'a pas été consacrée par le législateur – ce qui était le cas en l'espèce selon le droit applicable à l'époque des faits –, les parties ne peuvent donc passer outre. Elles ne peuvent, selon les arrêts analysés, ni écarter cette obligation, ni en limiter la portée. Et cette impossibilité de contractualiser s'applique « en toutes circonstances », à savoir sans qu'il y ait lieu de distinguer selon que le dépositaire ait ou non confié la conservation des actifs à un tiers.

Fort logiquement cela s'oppose donc à ce que l'obligation de restitution soit conventionnellement réduite en intensité à une obligation de moyens. Cela s'oppose également à ce qu'une répartition des obligations soit organisée entre le dépositaire et le sous-conservateur dans le cas d'une délégation de conservation. Seul le législateur peut autoriser cette contractualisation. Et c'est désormais chose faite!

2 - L'exception légale de contractualisation

19. L'ordonnance n° 2008-1081 du 23 octobre 2008 réformant le cadre de la gestion d'actifs pour compte de tiers³⁴ a introduit dans le Code monétaire et financier un nouvel article L. 214-34-1 qui autorise les OPCVM à règles d'investissement allégées (OPCVM ARIA) et les OPCVM contractuels à définir contractuellement les obligations qui demeurent à

la charge du dépositaire au titre du service rendu à l'article L. 321-2-1° du Code monétaire et financier, à savoir la conservation ou l'administration d'instruments financiers pour le compte de tiers et les services accessoires comme la tenue de compte d'espèces correspondant à ces instruments financiers et la gestion de garanties financières. La règle a été également appliquée par l'ordonnance n° 2009-107 du 30 janvier 2009 aux SICAF (sociétés d'investissement à capital fixe, C. mon. fin., art. L. 214-150, al. 2). Ces dispositions ainsi que leurs dispositions réglementaires d'application sont d'interprétation stricte.

20. Cette innovation est importante, car les obligations imposées aux dépositaires d'OPCVM en droit français étaient inadaptées aux relations tripartites établies dans le cadre de conventions de *prime brokerage* comme le montrent les arrêts de la cour d'appel de Paris du 8 avril 2009. Le décret d'application n° 2008-1312 du 12 décembre 2008 a précisé à l'article D. 214-28-1 du Code monétaire et financier que la convention établie en application de l'article L. 214-34-1 « fixe les modalités selon lesquelles la conservation des actifs de l'organisme sera déléguée à un établissement tiers habilité à exercer cette fonction. Lorsque la conservation est ainsi déléguée, la convention peut limiter l'obligation de restitution des actifs incombant au dépositaire. Les obligations du dépositaire quant à la mise en œuvre et au contrôle des modalités de conservation restent inchangées ». Il convient de remarquer que ce texte limite les possibilités de contractualisation. D'une part, celle-ci ne concerne que l'hypothèse d'une délégation de conservation. D'autre part, elle n'intéresse que l'obligation de restitution et non les obligations afférentes à la conservation proprement dite (garde). En revanche, elle est muette quant à l'étendue de cette limitation de l'obligation de restitution du dépositaire. À première vue, si la délégation de conservation n'est pas totale, une clause de non-obligation pour le dépositaire ne saurait supprimer son obligation de restitution pour la fraction des actifs ne relevant pas du périmètre de la délégation. En effet, cette obligation est engendrée par le contrat passé entre l'OPCVM et le dépositaire, contrat étranger à la sous-conservation. En cas de délégation totale de la conservation, une décharge totale de l'obligation de restitution ne devrait pas être possible eu égard à la règle selon laquelle la responsabilité du dépositaire n'est pas affectée par le fait qu'il confie à un tiers la conservation des actifs dont il a la garde. Seule une répartition est autorisée par le législateur dans les cas qu'il détermine (OPCVM ARIA, OPCVM contractuels, SICAF). La question de la contractualisation des obligations pesant sur le dépositaire en tant que conservateur d'actifs est essentielle, elle trouve ses prolongements sur le terrain de sa responsabilité civile.

30 V. S. Dussart, F. Rodriguez et M. Touch, « La restitution des actifs par le dépositaire » : *Bull. Joly Bourse*, 2008, p. 542, § 68.

31 S. Gaouaoui, « Conservation d'actifs, La cour d'appel entérine la responsabilité des dépositaires » : *Option Finance*, n° 1025, 20 avr. 2009, p. 10; M. Karlin, « La fonction dépositaire d'OPCVM et la réglementation française de la tenue de compte conservation », in *Le nouveau cadre réglementaire de la fonction dépositaire d'organismes de placement collectif*: *Bull. Joly Bourse*, 2008, p. 336, § 41, spéc. p. 338.

32 A. Prüm, « Faillite de Lehman Brothers, Les dépositaires d'OPCVM sous pression » : *RD bancaire et fin.*, n° 3/2009, Repères.

33 On rappellera toutefois à cet égard que la SICAV est dotée de la personnalité morale.

34 *JO*, 24 oct. 2008, p. 16207.

II - La responsabilité du dépositaire conservateur

21. L'inexécution par le dépositaire de ses obligations afférentes à sa fonction de conservateur des actifs de l'OPCVM se résout en dommages et intérêts. Le régime de cette responsabilité appelle des précisions sur lesquelles les arrêts du 8 avril 2009 contribuent à apporter de la lumière (A). Il invite également à s'interroger sur le champ de la liberté contractuelle en la matière (B).

A - Le régime de la responsabilité

22. La responsabilité civile du dépositaire d'actifs d'OPCVM ne s'appréhende pas de la même manière selon qu'il existe (2) ou non (1) une délégation de conservation.

1 - En l'absence de délégation de conservation

23. Selon les articles 9 et 16 de la directive OPCVM qui traitent de la responsabilité du dépositaire, ce dernier « est responsable, selon le droit national [...], 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 ». Il est donc renvoyé au droit national de chaque État membre pour le régime de responsabilité. Aussi ne faut-il pas s'étonner des divergences existant entre les États. En 2004, la Commission européenne avait déjà, dans une communication au Conseil et au Parlement sur « La réglementation relative aux dépositaires d'OPCVM dans les États membres : État des lieux et perspectives d'évolution »³⁵, attiré l'attention sur ces divergences. À ce propos, il est clair qu'il ne s'agit pas de *goldplating*, de divergences d'interprétation ou de transposition de la directive OPCVM, puisque cette dernière ne détermine pas ce régime de responsabilité, mais bien de l'usage d'une liberté qui lui est contestée³⁶. Il est aisé d'imaginer vingt-sept régimes différents en tout ce que les droits nationaux comportent comme particularités locales... régime général ou régime spécial de responsabilité, responsabilité sans faute ou responsabilité pour faute, causes d'exonérations différentes etc.

24. En droit français, comme il n'existe pas de régime spécial de responsabilité civile, propre au dépositaire d'actifs d'OPCVM, il convient d'appliquer le droit commun de la responsabilité civile. Cette responsabilité est de nature contractuelle, puisqu'une convention est conclue avec l'OPCVM ou sa société de gestion avec le dépositaire d'actifs.

25. S'agissant des causes d'exonération, le dépositaire sera fondé à se prévaloir de la cause étrangère (C. civ., art. 1147). Ainsi, la force majeure doit pouvoir être valablement invoquée à condition que l'événement présente les caractères d'irrésistibilité, d'imprévisibilité et d'extériorité de droit commun³⁷. L'événement constitutif d'un cas de force majeure résidait, en l'espèce, dans la faillite du *prime broker*, sous-conservateur. La cour d'appel de Paris n'a pas été sensible aux arguments invoqués et a jugé que le dépositaire n'était pas fondé à se prévaloir du caractère imprévisible et irrésistible d'un tel événement, alors que « la lettre de conformité portée à sa connaissance a précisément prévu cette hypothèse ». En outre, pour satisfaire à la condition d'irrésistibilité, l'événement doit être insurmontable, en ce sens qu'il doit rendre impossible la restitution des titres. Or, dans la présente affaire, il a été jugé que la faillite du sous-conservateur ne place pas le dépositaire « dans l'impossibilité absolue d'exécuter son obligation de restitution mais est seulement susceptible, tout au plus, de rendre l'exécution de cette obligation plus difficile ou plus onéreuse ». Par ailleurs, on remarquera que l'imprévisibilité sera rarement retenue dans un contexte de crise boursière³⁸.

2 - En présence d'une délégation de conservation

26. Lorsque le dépositaire a eu recours à un sous-conservateur, selon la directive OPCVM, 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 »³⁹. Le Code monétaire et financier a repris la règle⁴⁰. Ces textes ne réservent expressément aucune dérogation autorisant le dépositaire à se décharger de sa responsabilité totalement ou partiellement, du fait qu'il a confié la conservation de tout ou partie des actifs à un tiers.

Cette situation a pu être critiquée⁴¹, car le règlement général de l'AMF renvoie pour la conservation des titres financiers aux règles relatives à la tenue de

compte conservation. Or, l'article 322-41 du règlement général de l'AMF traitant de ces dernières admet une dérogation « lorsqu'un conservateur conserve pour le compte d'un investisseur qualifié, au sens des lois et réglementations en vigueur, des instruments financiers émis sur le fondement d'un droit étranger, il peut convenir d'un partage de responsabilité avec cet investisseur ». Il n'existe pas de disposition équivalente parmi les articles 323-1 et suivants de ce règlement. Pour autant, la cour d'appel de Paris, refuse de leur appliquer cette dérogation. Bien que techniquement, il ne soit fait référence qu'à l'obligation de restitution du dépositaire, la mention de l'article L. 214-26 dans les étapes du raisonnement ayant conduit à la motivation incline à pencher en faveur d'une extension de la solution de principe.

27. L'ordonnance du 23 octobre 2008 a ouvert la possibilité (C. mon. fin., art. L. 214-34-1) pour des OPCVM à règles d'investissement allégées (OPCVM ARIA) et les OPCVM contractuels de définir contractuellement les obligations qui demeurent à la charge du dépositaire. Cette possibilité affecte indirectement la responsabilité du dépositaire⁴². Peuvent-ils également permettre d'affecter directement la responsabilité du dépositaire en posant un partage de responsabilité ou en limitant les causes d'exonération ?

B - La contractualisation de la responsabilité

28. Après les arrêts du 8 avril 2009, quelle est la place accordée à la liberté contractuelle sur le terrain, non plus de l'obligation de restitution, mais sur celui du droit à réparation. Il n'est pas ici question de limitation ou de partage des obligations entre le dépositaire et le *prime broker*, mais uniquement du droit à réparation. S'il est toujours envisageable d'augmenter ce dernier, est-il inversement possible de le limiter, voire de l'exclure ? Est-il possible de stipuler dans le règlement du fonds ou les statuts de la SICAV que le dépositaire n'est responsable qu'en cas de faute lourde ou dolosive ? Ou bien encore est-il possible de stipuler une clause pénale ? Le dépositaire peut-il définir plus largement les cas de force majeure, afin de se prétendre déchargé ?

29. En l'absence de délégation de conservation, il serait tentant de considérer qu'à défaut de disposition spécifique, le droit commun de la responsabilité civile

français s'applique. Cela recouvrirait l'hypothèse dans laquelle l'obligation de réparer consécutive à l'inexécution, l'inexécution tardive ou défectueuse de cette obligation serait écartée ou limitée. Conformément au droit commun, si la clause a été connue et acceptée par l'OPCVM (ou sa société de gestion qui le représente), le dépositaire devrait pouvoir valablement s'exonérer, sous réserve de sa faute lourde ou dolosive⁴³. Toutefois, il semble douteux qu'une telle clause soit jugée conforme à l'intérêt exclusif des porteurs de parts, dont la recherche doit animer tous les acteurs de la gestion collective et en particulier le dépositaire (C. mon. fin., art. L. 214-3, al. 2).

Dans l'hypothèse d'une délégation de conservation, la réponse à l'interrogation dépend du point de savoir si la règle selon laquelle la « responsabilité n'est pas affectée par le fait qu'il confie à un tiers tout ou partie des actifs dont il a la garde » interdit toute stipulation qui viendrait restreindre le droit à réparation de l'OPCVM. Même si, techniquement, les arrêts ne se réfèrent qu'à l'obligation de restitution du dépositaire, la référence à l'article L. 214-26 dans les étapes du raisonnement ayant conduit à la motivation incline à pencher en faveur d'une extension de la solution de principe. Les articles L. 214-16, alinéa 2 et L. 214-26, alinéa 2 doivent être interprétés strictement.

30. Au-delà du débat juridique, ces arrêts interpellent les dépositaires en termes de *business model*. « S'il est désirable qu'ils assument le risque ultime des pertes 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 »⁴⁴. Or, les dépositaires sont actuellement les acteurs de la gestion collective les moins rémunérés⁴⁵. Ils vont donc être contraints d'intégrer dans leurs tarifs ce risque de restitution. « 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 de financer ? Avant de préconiser une solution juridique à ces questions, il faut s'assurer qu'elle donne sens d'un point de vue économique »⁴⁶.

Isabelle Riassetto
André Prüm

Professeurs à l'Université du Luxembourg

35 - Com (2004) 207final.

36 - Th. Bonneau, Conservation et responsabilité des dépositaires, art. préc.

37 - Pour le dépôt, v. C. civ., art. 1929.

38 - Il a été jugé qu'un krach du type de celui de 1987 était imprévisible, au motif qu'aucune analyse économique ne le laissait entrevoir : Cass. civ. 1^{re}, 16 févr. 1999 : *Dr. sociétés*, 1999, comm. n° 63, obs. H. Hoyasse ; *RD bancaire et boursier*, 1999, p. 101, obs. M. Germain et M.-A. Frison-Roche ; CA Limoges, 9 févr. 2005 : *Juris-Data*, n° 2005-278161 : *Bull. Joly Bourse*, 2005, p. 270 § 80, note L. Ruet. En revanche, il a pu être jugé que la crise boursière ayant frappé les valeurs de l'économie virtuelle, en dépit de sa brutalité, ne revêtait pas les caractères de la force majeure.

39 - Dir. n° 89/611/CEE, 20 déc. 1985, art. 7, § 2, art. 14, § 2.

40 - C. mon. fin., art. L. 214-16 al. 2, et L. 214-26, al. 3 ; Règl. gén. AMF, art. 323-14, al. 4.

41 - S. Dussart, F. Rodriguez et M. Thouch, « La restitution des actifs par le dépositaire », art. préc.

42 - V. *supra*, n°19.

43 - Pour le dépôt, v. F. Collart-Dutilleul et Ph. Délebecque, *op. cit.*, n° 806. V. également, F. Terré, Ph. Simier et Y. Lequette, *Droit civil. Les obligations*, Précis Dalloz, 2005, 9^e éd., n° 615.

44 - A. Priim, « Faillite de Lehman Brothers, Les dépositaires d'OPCVM sous pression », préc.

45 - S. Gouaouati, « Conservation d'actifs, La cour d'appel entérine la responsabilité des dépositaires », préc.

46 - A. Priim, « Faillite de Lehman Brothers, Les dépositaires d'OPCVM sous pression », préc.