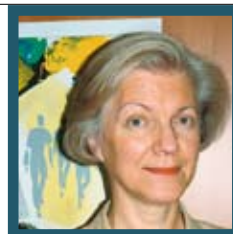


La fonction dépositaire d'OPCVM en question

Les questions de la conservation des actifs et du rôle du dépositaire font aujourd'hui l'objet de toutes les attentions. Après la faillite de Lehman Brothers et l'affaire Madoff, la Commission européenne a lancé une consultation sur le sujet avec l'objectif d'actualiser les conditions d'exercice tant au niveau européen que national.



ANNE LANDIER-JUGLAR, MEMBRE DE LA SOCIÉTÉ FRANÇAISE DES ANALYSTES FINANCIERS ET DE L'INSTITUT DES ACTUAIRES, est directeur conformité et juridique de CACEIS, groupe de banques dépositaires et d'administrateurs de fonds en France, au Benelux, en Allemagne et en Irlande. Elle a notamment exercé le métier d'analyste financier au CIC et été responsable de l'origination *fixed income* et des montages structurés à la Banque Indosuez.

Cet article vise à donner un point de vue français sur certains débats nationaux et internationaux suscités par la fonction de dépositaire, partant de sa définition même. Les opinions exprimées par l'auteur le sont à titre personnel.

Conformément à la directive OPCVM⁽¹⁾, la loi française stipule que le dépositaire d'OPCVM⁽²⁾ est chargé de la « conservation » des « actifs ». Il s'assure de la régularité des décisions de l'OPCVM. Et « sa responsabilité n'est pas affectée par le fait qu'il recoure à un tiers »⁽³⁾.

La fonction dépositaire d'OPCVM coordonnés va bientôt avoir vingt-cinq ans. Ce n'est pourtant que tout récemment qu'une vraie prise de conscience des différences quant aux missions et aux responsabilités du dépositaire en Europe a eu lieu. Des traitements non homogènes consécutifs à la faillite de Lehman Brothers et à la fraude de Madoff ont en effet été déclencheurs. Et la Commission européenne a finalement lancé une consultation sur le sujet.

LA CONSERVATION ET L'OBLIGATION DE RESTITUTION

L'innovation du RG AMF en 2007⁽⁴⁾ a été de donner à la conservation un sens différent selon la nature des actifs concernés :

1- Tenue de compte conservation pour les instruments financiers « classiques » (actions, titres de créances, parts d'OPCVM, sauf le

nominatif pur c'est-à-dire le cas où l'OPCVM ou la société de gestion est inscrit directement sur le registre de l'émetteur sans reflet dans la tenue de compte conservation). S'applique alors le « cahier des charges du teneur de compte conservateur » (art 322-1 et suivants). Le dépositaire/teneur de compte conservateur (TCC) a l'obligation de restituer les instruments financiers inscrits en compte dans ses livres (article 322-4)⁽⁵⁾.

Rappelons que la tenue de compte conservation est constituée d'une chaîne d'intermédiaires entre l'OPCVM détenteur du titre et l'émetteur. Le premier maillon est le dépositaire/TCC de l'OPCVM et le second, le dépositaire central (*Central Securities Depositary*) des titres de l'émetteur.

La « ségrégation », qui procure la sécurité, repose sur l'étalement chez le dépositaire central du compte propre du TCC et des comptes des clients.

Mais, le dépositaire/TCC ne peut être adhérent à tous les CSD étrangers, compte tenu du droit local ; en conséquence, le dépositaire/TCC constitue un réseau de « sous-conservateurs » étrangers qui s'in-

terpose entre le dépositaire/TCC français et le CSD aux opérations duquel les titres étrangers sont admis. Ses sous-conservateurs sont assujettis à leurs droits locaux du titre et à leur droit de la faillite qui ne sont pas absolument équivalents au droit français. Notons que pour les titres non admis aux opérations d'un CSD (cas des fonds offshore ou des titres non cotés), le dépositaire/TCC ou son représentant local peuvent instruire, dans le cadre d'un mandat d'administration avec son client/OPCVM (nominatif administré), l'émetteur lui-même ou son teneur de registre qui n'est pas « régulé » mais qui, *in fine*, est responsable de reconnaître la propriété du titres.

À PROPOS DE LA RESTITUTION

Ainsi, la ségrégation des comptes clients/OPCVM chez le dépositaire/TCC et celle de ses comptes propres chez le CSD et les sous-conservateurs sécurise et facilite la restitution des titres aux clients en cas de faillite du dépositaire/TCC.

À noter qu'il n'en va pas de même des comptes *cash* qui ne font pas l'objet de traitement privilégié en cas de faillite ou des titres inscrits

► directement dans le registre de l'émetteur au nom du titulaire qui peut être un OPCVM.

1- Un premier point serait de reconnaître qu'un sous-conservateur n'est pas une délégation puisqu'il s'agit d'un tiers qui va effectuer une mission que le dépositaire/TCC n'est pas autorisé à réaliser localement.

2- Les droits du titre et de la faillite, les règles de ségrégation ne sont pas identiques dans tous les pays, même en Europe. Il semblerait raisonnable que le dépositaire/TCC accorde à ses clients (OPCVM) le même droit de restitution que lui-même est en droit d'obtenir de ses sous-conservateurs (à condition que ceux-ci soient eux-mêmes assujettis à un standard de sécurité); toute solution entraînant une hausse de garantie de la part du dépositaire/TCC nécessiterait la mise en place d'un système de garantie par exemple, ou un renforcement important des fonds propres du dépositaire/TCC et, en tout état de cause, une hausse du coût de la tenue de compte conservation pour le porteur.

3- Le concept de « nominatif administré » (article 322-59) français, par exemple, n'est pas reconnu par d'autres législations, même européennes.

La reconnaissance de la propriété concernant des titres (dont les parts d'OPCVM) inscrits sur le registre de l'émetteur (national ou étranger), ainsi que les responsabilités du dépositaire/TCC du titulaire de ces titres devraient être harmonisées, afin d'éviter des situations confuses et de conflit de droit.

Harmoniser au niveau européen les procédures de sélection et de suivi du réseau de sous-conservateurs permettrait d'avoir un socle pour juger de l'existence ou non de « fautes » du dépositaire relatives aux actifs concernés, et pour prouver, le cas échéant, que la responsabilité de non-restitution ne lui est pas imputable.

2- Tenue de position pour les instruments financiers ne faisant pas l'objet de tenue de compte conservation. Sont *a priori* concernés : les instruments financiers à terme de façon générale, les titres au nominatif pur (par opposition au nominatif administré), les dépôts.

La tenue de position consiste pour le dépositaire à établir un « registre des positions ouvertes » sur ces actifs, de façon extra-comptable puisque ces positions ne figurent pas dans ses livres (sauf s'il est également contrepartie de l'OPC). Il s'agit bien ici du rôle de garde/conservation au sens de « surveillance » : cet outil concrétise en quelque sorte les contrôles du dépositaire sur la réalité des opérations de l'OPC par l'obtention d'éléments de preuve de leur existence (confirmation des opérations, titre de propriété par exemple), et ce, de façon permanente. Notons que la fourniture de l'information est de la responsabilité de la société de gestion.

Par construction, ces actifs ne peuvent faire l'objet d'une « obligation de restitution ».

La méthodologie de la tenue de position (concernant les actifs ne faisant pas l'objet de tenue de compte conservation) telle que préconisée en France est sans doute un modèle intéressant. Il serait nécessaire de la généraliser au niveau européen pour obtenir un même niveau de sécurité et de compétitivité (car elle constitue un coût supplémentaire), voire de la renforcer. En effet, la sécurité recherchée n'est véritablement atteinte que lorsque le dépositaire/teneur de position intervient lui-

même auprès des contreparties, c'est-à-dire quand il administre l'instrument plutôt que lorsqu'il ne fait que recevoir une information de la société de gestion.

LES CONTRÔLES EFFECTUÉS PAR LE DÉPOSITAIRE

1- En tant que conservateur et, d'abord, comme teneur de compte conservateur (TCC), le dépositaire effectue de nombreux contrôles sur le passage des opérations, sur les avoirs que lui-même dépose auprès des dépositaires centraux (CSD) ou sous-conservateurs ou délégataires ou émetteurs/registrars en respectant les stipulations du cahier des charges du RG AMF. Il suit une procédure de sélection, la solidité financière, et contrôle la qualité des services de son réseau de sous-conservateurs et délégations. Ces contrôles relèvent du champ du responsable de la conformité pour les services d'investissement.

Harmoniser au niveau européen les procédures de sélection et de suivi du réseau de sous-conservateurs permettrait d'avoir un socle pour juger de l'existence ou non de « fautes » du dépositaire relatives aux actifs concernés, et pour prouver, le cas échéant, que la responsabilité de non-restitution ne lui est pas imputable. En outre, les contrôles concernant les actifs hors champ du dépositaire (exemple des collatéraux versés par l'OPC à une contrepartie) devraient être explicitement exclus de sa responsabilité en tant que dépositaire.

2- Concernant le contrôle a posteriori de la régularité des décisions de l'OPCVM, le dépositaire veille au respect des dispositions législatives et réglementaires applicables à l'OPCVM. La philosophie de ces contrôles de régularité est de s'assurer en permanence que la société de gestion respecte la réglementation, a bien les moyens de faire ce qui est annoncé dans le prospectus, le réalise, a notamment des contrôles suffisants et procède, le cas échéant, aux régularisations en temps voulu. *In fine*, si les régularisations ne sont pas effectuées, le dépositaire doit en référer aux CAC de l'OPCVM et à l'AMF. Il peut également démissionner de sa fonction selon des modalités contractuelles. La difficulté (l'art) pour le dépositaire est d'exercer ces contrôles de façon proportionnée aux vrais risques ou aux risques nouveaux, et sans redondance par rapport à tous les contrôles réalisés au sein de la société de gestion, par les audits de ses actionnaires et par le (les) régulateur(s), tout en étant conforme à une réglementation sans borne réelle⁽⁶⁾.

Dans le cadre de la directive OPCVM, la différenciation de traitement faite entre Sicav et fonds communs à propos des contrôles d'établissement de la valeur liquidative ou des ratios d'investissement notamment devrait être clarifiée. La rédaction stipulant que, pour les fonds communs de placement, le dépositaire « exécute les instructions de la société de gestion sauf si elles sont contraires à la loi ou au règlement du fonds » (cf. note 2) devrait être revue, tant les exégèses qui en sont faites peuvent diverger.

- Les contrôles du dépositaire portant sur l'établissement de la valeur liquidative devraient être précisés afin d'éviter les confusions dans les comparaisons entre prestations et obligations, et de tenir compte de tous les types d'actifs.

- L'agrément devrait être un gage suffisant de professionnalisme pour réaliser ce qui est promis aux porteurs ne nécessitant pas de la part du dépositaire d'en contrôler le bien-fondé.

- Une approche par les risques, et surtout évitant les duplications coûteuses et inefficaces, devrait être privilégiée.

QUELQUES ÉVOLUTIONS SOUHAITABLES

Ainsi, sans remettre en cause le principe d'une responsabilisation forte du dépositaire unique régulé pour chaque OPC – à la base de la construction de l'industrie européenne de la gestion – la fonction dépositaire mérite d'être actualisée au niveau européen et national.

1- Concernant la conservation au sens AMF du terme,

- en s'appuyant sur la sécurité conférée par les dépositaires centraux, la ségrégation des comptes requise et les contrôles des TCC sur leurs réseaux de sous-conservateurs et non sur une obligation de restitution immédiate (qui conduirait à accroître le risque dépositaire), et ce, en toute transparence pour le porteur;

- en généralisant une tenue de position pour les autres actifs à partir de l'administration réellement exer-

Dans le cadre de la directive OPCVM, la différenciation de traitement faite entre Sicav et fonds communs à propos des contrôles d'établissement de la valeur liquidative ou des ratios d'investissement notamment devrait être clarifiée.

régulé(s), banque ou assureur, de la société de gestion ;

- en clarifiant le champ des obligations afférentes aux fonctions entourant la gestion d'actifs, la qualité des intervenants habilités à les effectuer (société de gestion, administrateur de fonds/valorisateur, évaluateur indépendant⁽⁷⁾, promoteur, dépositaire/conservateur, registrar, contrepartie de marché) ainsi que l'étendue des délégations ou prestations de services possibles entre eux, afin d'éviter les conflits d'intérêts éventuels et les contrôles redondants.

Ainsi, les passeports européens constitueraient le gage du niveau de sécurité souhaité, en toute transparence, dans un environnement de compétition réaliste. ■

(1) Art. 7 (14) directive OPCVM III ou 22 (32) directive OPCVM IV.

(2) Abstraction faite des OPC (immobiliers) et des FCC/FCT (titrisation).

Peuvent être dépositaires (arrêté du 6 septembre 1989): la Banque de France; la Caisse des dépôts et consignations; les établissements de crédit; les entreprises d'investissement et d'assurances.

(3) Sauf, depuis fin 2008, pour les fonds agréés à règles d'investissements allégés (ARIA) ou pour les fonds contractuels, pour lesquels un partage contractuel de responsabilité avec l'OPCVM est explicitement prévu.

(4) Articles 323-1 et suivants, applicables à compter du 1^{er} janvier 2008.

(5) Toutefois, concernant les instruments financiers émis sur le fondement d'un droit étranger détenus par un investisseur qualifié, il peut convenir d'un partage de responsabilité avec cet investisseur (article 322-41). Cet article n'est pas valable pour les OPCVM si l'on considère que le recours à un sous-conservateur est une délégation.

(6) La profession a d'ailleurs écrit un code de bonne conduite sur le sujet.

(7) Cf. le projet de directive AIFM (Alternative Investment Funds Management) concernant potentiellement tous les fonds non coordonnés.

cée par le dépositaire auprès des contreparties de l'OPCVM ou des émetteurs dont l'OPCVM détient des titres.

2- Concernant les contrôles de régularité exercés par le dépositaire,

- en statuant que le plan de contrôle de régularité du dépositaire sur les OPCVM tient compte, le cas échéant, des contrôles externes obligatoires déjà exercés par le(s) actionnaire(s)