

L'Europe dispose de garde-fous pour éviter « une affaire Madoff »

Cumul des activités de broker et de gérant, valorisation en interne, délégation de la conservation à la société de gestion : des pratiques peu concevables en Europe.

PAR FLORENT BERTHAT

La fraude mise au point par Bernard Madoff aurait-elle pu l'être de ce côté-ci de l'Atlantique ? « *Les hedge funds américains ? C'est le Far West !* », s'exclame l'un des plus importants gérants de *hedge funds* britanniques. « *Au Royaume-Uni, la FSA (Financial Services Authority) oblige une société de gestion de hedge funds à avoir un administrateur indépendant, alors que plusieurs grands acteurs américains ont conservé une valorisation interne pour certains fonds* », insiste-t-il. Le régulateur britannique procède aussi à des inspections régulières chez les vingt plus gros gérants de *hedge funds* de la place. Tandis qu'aux Etats-Unis, la SEC (Securities and Exchange Commission) a simplement tenté il y a quelques années de contraindre ces professionnels à se faire enregistrer. En vain, un tribunal a invalidé sa décision.

Mélange des genres

Dans l'affaire Madoff, les cadres réglementaires s'entremêlent et la chaîne des responsabilités met en cause plusieurs types d'acteurs, tous bien régulés. En étant agréée par la SEC, Bernard L. Madoff Investment Securities LLC était plutôt plus encadrée que beaucoup de sociétés de gestion de *hedge funds* américaines, qui ne le sont pas. Mais elle s'en distinguait aussi en combinant une activité de courtier et une activité de gérant. Elle était soumise au régulateur américain en tant que *broker* depuis 1960 et en tant que gestionnaire depuis 2006. Un mélange des genres strictement interdit à Paris comme à Londres.

En outre, elle ne gérait pas ses propres fonds, mais ceux de sociétés partenaires, les désormais fameux « *feeder funds* », qui lui donnaient une délégation de gestion. « *En France, une société de*



Bernard Madoff, le 17 décembre 2008, à New York.

gestion n'aurait sans doute pas obtenu l'accord de l'AMF (Autorité des marchés financiers) pour déléguer la gestion d'un fonds à un broker, souligne Alain Reinhold, consultant spécialisé, président de Reinhold & Partners. *Car elle doit pour ce faire présenter les capacités du délégataire à gérer, et surtout démontrer sa capacité à contrôler l'activité de son partenaire et aussi la valorisation des instruments utilisés.* »

Les fonctions de gérant et dépositaire sont distinctes dans les réglementations française et britannique

Mais parmi les entorses aux pratiques, voire à la réglementation, celle qui semble être à la source des déboires des investisseurs est le droit qui a été accordé à Bernard L. Madoff Investment Securities de devenir le conservateur des actifs des fonds. « *Le fait que le gérant apparaît aussi comme dépositaire des fonds semble avoir facilité la réalisation de cette fraude*, observe Jérôme Sutour, avocat, responsable *financial services* du cabinet CMS Bureau Francis Lefebvre. Or, ces fonctions sont distinctes aussi bien dans la réglementation française que britannique. » Mais en l'occurrence, les prospectus des fonds irlandais, luxembourgeois ou caïmanais gérés par le *broker* américain pour le compte de ses distributeurs indiquaient en général que le dépositaire était une grande banque internationale. « *Les investisseurs*

ont été trompés par un mécanisme de sous-dépositaire, la banque dépositaire initiale ayant délégué à ce broker la conservation des actifs, juge Alain Reinhold. *Cette affaire pose la question de la transparence de la conservation - qui en est réellement responsable ? - et des moyens de contrôle mis en œuvre par le dépositaire et par les auditeurs. En France, on sait qui est en face.* »

Obligation de restitution

En droit français, la responsabilité du dépositaire est très lourde : il a, en général, une obligation de restitution des actifs. « *Les standards varient selon les juridictions*, indique Jérôme Sutour. *Dans le monde anglo-saxon, le dépositaire a une obligation de surveillance de ses sous-dépositaires, mais pas la même responsabilité que ses homologues français.* »

Dans ce cadre, les établissements français pratiquent avec prudence la délégation de la conservation. Les *hedge funds* à la française comme les fonds Aria (à règles d'investissement allégées), Aria EL (à effet de levier) et contractuels, ont nécessité la mise en place de nouvelles relations tripartites entre les gérants, les dépositaires et les *prime brokers*. « *Le dépositaire français doit accepter de transmettre au 'prime broker' des actifs en garantie de ses financements*, précise Jérôme Sutour. *Mais en pratique, il refusera un sous-dépositaire qui ne serait pas soit le prime broker, soit une filiale de celui-ci. Une question susceptible de se poser sur certains petits marchés émergents.* » Du fait de ces contraintes, la profession a obtenu un aménagement de la réglementation française : depuis juillet 2008, les différentes parties peuvent convenir d'un assouplissement de la responsabilité du dépositaire. Gageons que les investisseurs seront attentifs à la mise en œuvre de cette exception. ■