



**ALAIN REINHOLD
EST PRÉSIDENT
DE REINHOLD &
PARTNERS**

et administrateur de fonds domiciliés au Luxembourg, en Irlande et aux Iles Caïman.

AIFM : une opportunité pour le savoir-faire des dépositaires français

En imposant un dépositaire unique responsable à la fois de la restitution des actifs et de la supervision des investissements réalisés par le gérant d'un fonds alternatif, la directive AIFM représente une opportunité pour les dépositaires français, déjà soumis aux mêmes règles pour les fonds réglementés.

Londres, octobre 2012. La directive AIFM se précise, et les détails d'application (mesures de niveau 2 dans le jargon européen)

devraient être publiés prochainement. Un vif émoi règne dans les bureaux des banques anglo-saxonnes qui craignent que leur activité de *Prime Brokerage* soit profondément affectée et peut-être même remise en cause. C'est que la directive AIFM, s'inspirant largement d'un des dispositifs qui a fait le succès du format OPCVM, impose aux fonds alternatifs des obligations fortes en vue de mieux protéger les investisseurs, qui peuvent être résumées en quatre titres : un dépositaire unique, la conservation sécurisée des actifs, le suivi des mouvements financiers et une obligation de supervision. Pour mieux comprendre cet émoi, et aussi relativiser les impacts des mesures imposées par cette directive, il est bon de revenir en arrière. Lorsqu'en 2006, la Commission européenne constitua un groupe d'experts en vue d'examiner les pistes d'amélioration du cadre réglementaire des fonds alternatifs (*hedge funds*), le débat s'engagea pour savoir si une

facilité de distribution impose ou non en contrepartie la sécurité supposée accrue qu'apporte le dépositaire.

PRIME BROKER CONTRE DÉPOSITAIRE : DEUX MODÈLES OPPOSÉS

Le débat tourna rapidement en une opposition de deux modèles, celui du *Prime Broker* à l'anglo-saxonne, contre celui du dépositaire à la française.

Dans le premier cas, le *Prime Broker* est essentiellement un agent

d'exécution et de financement qui conserve les actifs du fonds pour garantir les financements qu'il accorde si nécessaire. Le *Prime Broker* est rarement responsable en cas de perte des actifs et se refuse à tous travaux de supervision – qu'il ne pourrait d'ailleurs assurer n'étant pas seul et n'ayant pas une vue globale des opérations du fonds. Le fonds est pour lui un client, qui lui fait porter un risque bilanciel et, en contrepartie, rapporte des revenus. Dans les meilleurs contrats, on parvient à faire admettre au *Prime Broker* qu'il est *accountable*, c'est-à-dire astreint à une obligation de moyens, mais pas *responsable*, c'est-à-dire astreint à une obligation de résultats quant à la conservation et à la restitution des actifs des fonds.

Dans le deuxième cas, le dépositaire est "responsable" de la conservation et de la restitution des actifs. En outre, le régulateur lui impose un devoir de supervision quant à la régularité des investissements réalisés par le gérant, régularité par rapport aux règles et aux restrictions fixées par le régulateur ou par les termes du prospectus.

La cohabitation de ces deux

"écoles" a pu être testée lors de la mise en place en France des fonds ARIA EL¹, dans les années 2007. Le système qui consistait à imposer au *Prime Broker* un contrat de sous dépositaire avec le dépositaire sélectionné a montré ses limites lors de la faillite de Lehman Brothers et des dysfonctionnements révélés par l'affaire Madoff².

L'IMPOSITION D'UN DÉPOSITAIRE UNIQUE...

La directive AIFM veut ignorer ces difficultés et est revenue à ses bases : offrir plus de sécurité aux investisseurs pour faciliter la distribution des produits alternatifs. Elle a donc finalement choisi d'imposer le dépositaire unique avec ses responsabilités sur la restitution des actifs et sur la supervision. Cela ne devrait pas effrayer les dépositaires français, déjà soumis à ces règles pour les fonds réglementés. Mais elle impacte lourdement les *Prime Brokers* qui devront repenser certains aspects des relations qu'ils ont avec les fonds, les gérants et ce nouvel acteur qu'on leur impose, le dépositaire. Car, pour eux, prise en garantie et, parfois, réutilisation (pour baisser les coûts) peuvent se

AIFMD BRINGS NEW CHALLENGES TO EXISTING PLAYERS

The AIFMD includes a number of provisions new to the Alternative world, focusing mainly on better investor protection and prevention of systemic risk.

The obligation to appoint a custodian with the additional duty of depositary brings new challenges to existing players, especially to Prime Brokers; Reinhold & Partners' draws on its experience to focus on these new challenges.

Alain Reinhold
www.revueanalysefinanciere.com

heurer à cette obligation de restitution. Pour eux, comme pour les dépositaires, la directive AIFM est une difficulté mais aussi une opportunité pour se repositionner dans l'industrie, en cherchant les conditions d'un service plus sécurisé au meilleur prix.

Une récente étude de Deloitte (UK et Irlande) fait ressortir que, pour 61 % des gérants (UK) interrogés, le choix du domicile d'un fonds prendra en compte les avantages et les coûts

associés à la directive AIFM, mais elle indique aussi que 45 % des gérants interrogés s'attendent à une hausse substantielle des frais liés à la fonction et aux responsabilités du dépositaire.

...SOULÈVE DE NOMBREUSES QUESTIONS

Vers quel modèle nous orienterons-nous pour prouver à ces gérants qu'ils ont tort ? Comment les dépo-

sitaires et les *Prime Brokers* s'organiseront-ils pour pouvoir sécuriser à la fois l'investisseur et les financeurs qu'ils assurent, quels circuits d'information faudra-t-il mettre en place pour que le dépositaire puisse assurer la supervision qui lui incombe, et quel impact cela aura-t-il sur la gouvernance des fonds alternatifs, voilà les questions du moment. Ceux qui les résoudreont en gagnant la confiance des investisseurs, en maintenant la facilité

d'exécution des opérations tout en minimisant les charges qui, *in fine*, obèrent la performance des fonds, ceux-là gagneront des parts de marché et se féliciteront d'avoir su saisir les opportunités offertes par la directive AIFM. ■

(1) OPCVM ARIA à Effet de Levier : L'OPCVM ARIA EL permet au gestionnaire de s'appuyer sur un effet de levier allant jusqu'à 4x l'actif (contre 2x pour les OPCVM ARIA simples) ; Source : A Vermimmen.net

(2) Voir sur ce sujet l'article d'Alain Reinhold dans Analyse financière n° 31 Avril - Juin 2009 - p 20.

2 QUESTIONS À... RAPHAËL REMOND, PRÉSIDENT DIRECTEUR GÉNÉRAL, STATE STREET BANQUE

Quelles sont les différences principales entre les custodians des mutual funds et la fonction européenne de dépositaire ?

Dans ses fonctions premières de tenue de compte conservation et de tenue de position, le dépositaire en France s'apparente fortement au *custodian* américain. Mais la responsabilité du dépositaire va plus loin concernant l'obligation de restitution des actifs, qui est très stricte en France. Il convient d'ailleurs de noter qu'il n'existe pas une fonction dépositaire européenne à proprement parler, mais différentes interprétations nationales d'une même directive européenne (OPCVM), ce qui peut induire des niveaux de restitution différents au sein-même de l'Europe. L'autre différence fondamentale concerne la supervision exercée par le dépositaire, non seulement sur la régularité des opérations et des décisions de l'organisme de placement collectif (OPC), mais aussi sur la société de gestion et sur les fonctions que celle-ci aurait choisi de déléguer. La fonction la plus fréquemment déléguée est celle de la gestion administrative et comptable.

Cette délégation n'a aucune incidence sur la responsabilité de la société de gestion ou du dépositaire. Pour le *custodian* américain, le contrôle s'exerce en premier lieu sur la qualité et la fiabilité de ses sous-conservateurs, alors que pour le dépositaire l'accent porte sur l'indépendance des entités et la notion de muraille de Chine entre les acteurs.

Y a-t-il aux États-Unis un équivalent de la fonction dépositaire pour les mutual funds ?

Si la notion de *trustee** (gestionnaire ou agent d'exécution d'un trust) est parfois comparée à celle du dépositaire, des implications légales bien spécifiques lui sont attachées. Cette notion ne s'applique pas aux *mutual funds* (fonds communs de placement).

Cependant, si l'on considère les fonctions du dépositaire de façon individuelle, on retrouve chez les *custodians* américains des éléments proches de la philosophie du dépositaire, comme la tenue de compte et la conservation. Par ailleurs, même si les fonctions de supervision ne font pas partie des obligations du *custodian*, tous les acteurs importants du marché proposent un service de

compliance monitoring dont

l'objectif est de s'assurer, entre

autres, du bon respect des contraintes de gestion

décrites dans le prospectus.

Enfin, concernant l'obligation de restitution, certes différente aux États-Unis, et souvent considérée comme le plus grand différentiateur, il faut savoir que les principaux *custodians* ont mis en place une ségrégation des comptes auprès de leurs sous-conservateurs qui sécurise et facilite une éventuelle restitution. Ainsi, State Street veille non seulement à ce que, dans ses livres, les actifs de ses clients soient distingués de ses actifs propres, mais requiert également de la part de ses sous-conservateurs que les actifs de ses clients y soient ségrégués.

(* Le trust est un acte unilatéral par lequel une personne, le constituant, confie un bien à une autre personne dénommée trustee, pour qu'elle le gère en homme d'affaires raisonnable au profit d'une troisième personne, le bénéficiaire, avant de le remettre à une quatrième personne, qui est l'attributaire en capital, à l'expiration du trust (définition extraite de http://www.avocats-picovschi.com/la-fiscalite-du-trust-en-France_article_338.html).

