



Haut Comité Juridique
de la Place financière de Paris

AVIS

*du Haut Comité Juridique
de la Place Financière de Paris (HCJP)
Directive AIFM
et principe de ségrégation des actifs*

21 juillet 2016



DIRECTIVE AIFM ET PRINCIPE DE SÉGRÉGATION DES ACTIFS

Le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris (« **HCJP** ») a été interrogé sur le niveau de ségrégation que les dépositaires de fonds d'investissements alternatifs (« **FIA** »), et leurs sous-dépositaires, devraient mettre en œuvre pour assurer le meilleur degré de protection des actifs dont ils assurent la conservation.

Il est clairement apparu après une analyse préliminaire de cette question que, plus le niveau de ségrégation est élevé aux différents niveaux de la chaîne de conservation, plus le niveau de protection des investisseurs est important. Il est néanmoins également apparu que la mise en œuvre d'une ségrégation individuelle tout le long de la chaîne de conservation des actifs des FIA pouvait avoir d'autres incidences, notamment lorsque ces FIA investissent dans des instruments situés en dehors de l'Union européenne, tant en termes de coût qu'en termes de faisabilité technique.

Prenant acte du fait que le niveau de ségrégation approprié dépend d'un équilibre à trouver entre la nécessaire protection des investisseurs, la faisabilité technique d'un niveau de ségrégation élevé et les coûts qu'il engendre, la présente note a pour objet de présenter les **avantages juridiques** liés à un niveau élevé de ségrégation, ainsi que le niveau de ségrégation minimum que les dépositaires et leurs sous-dépositaires devraient mettre en œuvre pour assurer la conservation des actifs de FIA dont ils ont la garde.

1. Éléments de contexte

L'article 21(8)(a) de la Directive 2011/61/UE du Parlement Européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (la « **Directive AIFM** »), qui organise les modalités de garde des actifs de FIA par leur dépositaire prévoit, s'agissant des instruments financiers détenus par des FIA, que :

- (i) le dépositaire doit assurer la conservation de tous les instruments financiers qui peuvent être enregistrés sur un compte d'instruments financiers ouvert dans ses livres, et de tous les instruments financiers qui peuvent lui être livrés physiquement ; et
- (ii) le dépositaire doit veiller à ce que tous les instruments financiers qui peuvent être enregistrés sur un compte d'instruments financiers ouvert dans ses livres soient inscrits sur des comptes ségrégués, conformément aux principes définis à l'article 16 de la directive 2006/73/CE, ouverts au nom du FIA concerné, ou du gestionnaire agissant pour le compte du FIA concerné, afin qu'ils puissent à tout moment être clairement identifiés comme appartenant au FIA conformément à la législation applicable.



L'article 21(11) de la Directive AIFM précise en outre, dans l'hypothèse où un dépositaire délègue à un tiers ses fonctions de conservation et de garde des actifs de FIA, que ce dernier doit veiller à ce que son délégataire remplisse en permanence certaines conditions. En particulier, le dépositaire devra veiller à ce que le sous-dépositaire ségrégue les actifs des clients du dépositaire (i) de ses propres actifs et (ii) des actifs du dépositaire, de façon à ce qu'ils puissent à tout moment être clairement identifiés comme appartenant aux clients du dépositaire. Le tiers sous-dépositaire pourra à son tour sous-déléguer ses fonctions, sous réserve que son sous-dépositaire respecte les mêmes exigences, et ainsi de suite tout le long de la chaîne de conservation.

Par ailleurs, l'article 99(1) du Règlement Délégué (UE) 231/2013 de la Commission du 19 décembre 2012 complétant la Directive AIFM (le « **Règlement Délégué AIFM** ») prévoit, pour ce qui concerne les obligations de ségrégation du dépositaire de FIA, que lorsque les fonctions de garde ont été déléguées en tout ou en partie à un sous-dépositaire, le dépositaire doit veiller à ce que ce sous-dépositaire tienne les registres et comptes nécessaires lui permettant de distinguer rapidement et à tout moment les actifs des FIA du dépositaire :

- (i) de ses propres actifs ;
- (ii) des actifs de ses autres clients ;
- (iii) des actifs détenus par le dépositaire pour son propre compte ; et
- (iv) des actifs détenus pour des clients du dépositaire qui ne sont pas des FIA.

À l'issue d'un document de consultation de l'ESMA en date du 1 décembre 2014 ⁽¹⁾ envisageant les différents niveaux de ségrégation pouvant être mis en place par les dépositaires et leurs sous-dépositaires, la Commission Européenne a réaffirmé la nécessité d'avoir, d'une part, une ségrégation des actifs des FIA au niveau des dépositaires et, d'autre part, une ségrégation des actifs des FIA de chaque dépositaire au niveau de chaque sous dépositaire, ce qui est le seul moyen selon elle de se conformer aux exigences de la Directive AIFM.

Les régulateurs de plusieurs États Membres ayant fait savoir que ce double niveau de ségrégation n'était pas techniquement possible, il n'y a pas - à l'heure actuelle - d'harmonisation des règles de ségrégation des actifs de FIA au niveau européen. Il convient de noter qu'il s'agit là d'un argument souvent avancé mais rarement démontré.

¹ Consultation Paper - Guidelines on asset segregation under AIFMD - ESMA/2014/1326.



2. Avantages liés à la ségrégation

2.1 Notion de ségrégation

La ségrégation de comptes est avant tout une technique comptable ⁽²⁾ qui permet à un intermédiaire financier (i) de séparer les actifs qu'il détient pour compte propre de ceux qu'il conserve pour le compte de ses clients lorsque ceux-ci sont « conservés » auprès d'un tiers (dépositaire central ou sous-conservateur) et (ii) d'individualiser les actifs qu'il conserve pour le compte de ses clients au sein de comptes identifiés à cette fin.

Cela explique qu'il n'y ait pas de définition juridique nationale ou au niveau des textes européens de la notion de ségrégation.

Néanmoins, plusieurs textes nationaux, européens et internationaux ont rendu la mise en œuvre de cette technique comptable obligatoire, que ce soit pour les teneurs de comptes conservateurs, pour les entreprises d'investissement ⁽³⁾, pour les dépositaires centraux ⁽⁴⁾, pour les chambres de compensation et leurs adhérents compensateurs ⁽⁵⁾ ou, comme nous l'avons constaté dans le paragraphe 1 ci-dessus, pour les dépositaires et les sous-dépositaires de FIA.

Au niveau international, l'*International Organization of Securities Commissions* (« **IOSCO** ») a par ailleurs rappelé de manière forte que la notion de ségrégation est une notion essentielle et nécessaire à la protection des actifs, notamment des actifs des fonds ⁽⁶⁾.

La technique comptable consistant dans la ségrégation des comptes d'instruments financiers par les intermédiaires financiers est ainsi perçue comme le seul véritable outil permettant (i) d'assurer une protection des droits du propriétaire des instruments financiers concernés en favorisant leur identification et donc leur revendication, et (ii) de garantir la bonne conservation des instruments financiers dont l'intermédiaire financier a la garde en favorisant là encore leur identification pour prévenir tout usage non autorisé.

² H.de Vauplane, « Collateral - La ségrégation des comptes comme mode de protection des actifs », *Revue Banque*, mai 2012, n°748 p.79. Ph. Goutay, « Qualification et régime du contrat de conservation des titres financiers – Pour une approche moderne et non conservatrice », *Banque & Droit* n°126 juillet-août 2009. Article 13(7) et (8) de la directive 2004/39/CE (Directive MIFID) et article 16 de la Directive 2006/73/CE.

³ Article 13(7) et (8) de la directive 2004/39/CE (Directive MIFID) et article 16 de la Directive 2006/73/CE.

⁴ Article 38 du Règlement (UE) 909/2014 du 23 juillet 2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres (Règlement DCT).

⁵ Article 39 du Règlement (UE) 648/2012 du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (Règlement EMIR).

⁶ OICV-IOSCO "Standards for the custody of Collective Investment Schemes' Assets", November 2015.



2.2 Avantages juridiques

2.2.1 Meilleure protection des actifs

Le principal avantage qu'offre la ségrégation est la protection des instruments financiers en cas d'ouverture d'une procédure de faillite à l'encontre de l'intermédiaire financier en charge de leur conservation. En effet, dans une telle situation, il est primordial que les créanciers de l'intermédiaire financier ne puissent pas faire valoir leurs droits sur les actifs appartenant aux clients de ce dernier. Cela appelle une parfaite et rapide identification des actifs exclus de l'assiette des créanciers. Encore faut-il pour cela pouvoir identifier comptablement dans les livres de l'intermédiaire ceux qui lui appartiennent de ceux qui y sont déposés par leur titulaire.

Au niveau international, ce principe est énoncé à l'article 25(2) de la Convention d'Unidroit sur les Règles Matérielles relatives aux Titres Intermédiés, qui précise que :

«Les titres et les titres intermédiés affectés [aux droits des titulaires de comptes de cet intermédiaire] ne font pas partie des actifs de l'intermédiaire disponibles pour distribution aux créanciers de l'intermédiaire ou pour réalisation en leur faveur».

Au niveau européen, ce principe a été érigé comme «exigence organisationnelle» par l'article 13(7) de la directive 2004/39/CE (la « **Directive MIF** ») pour les entreprises d'investissement qui assurent une mission de tenue de compte-conservation :

«Toute entreprise d'investissement prend, lorsqu'elle détient des instruments financiers appartenant à des clients, des dispositions appropriées pour sauvegarder les droits de propriété desdits clients, notamment en cas d'insolvabilité de cette entreprise [...]».

Dans les travaux conduits par son «*Legal Certainty Group*» en 2008, la Commission Européenne a établi un lien direct entre ségrégation des comptes et protection des investisseurs. Ce groupe, suivi par la Commission, estime que la ségrégation des actifs inscrits en compte est de nature à améliorer la protection des investisseurs en mettant leurs actifs à l'abri (i) des droits des créanciers d'un intermédiaire financier faisant l'objet d'une procédure de faillite et (ii) de toute forme d'appropriation par ce même intermédiaire ⁽⁷⁾. Autrement dit, les experts juridiques ont considéré que cette technique devait être privilégiée comme outil de protection des investisseurs.

⁷ «*Second Advice of the Legal Certainty Group, Solutions to Legal Barriers related to Post-Trading within EU – August 2008*» Recommendation 9.4 (Segregation) p.72-73 et Recommendation 11.3 (Prohibition of attachments of segregated client accounts by creditors of the account provider) p.76-77.



S'il est ainsi possible, au moyen d'une ségrégation comptable, de distinguer les actifs appartenant aux clients d'un dépositaire conservateur, des actifs propres de ce dernier, leur récupération intégrale par leurs propriétaires devrait pouvoir être garantie, ou en tout cas facilitée en cas de procédure de faillite du dépositaire conservateur, et tout événement concernant les titres de même nature qui appartiendraient en propre au dépositaire ne viendrait pas affecter cette revendication.

Dans l'hypothèse d'une chaîne de conservation, cette protection ne pourra toutefois être assurée que si un niveau de ségrégation « au moins équivalent » est mis en place à chaque niveau de la chaîne afin que puissent être identifiés à chaque niveau les titres devant faire l'objet d'une protection à raison de leur propriété reconnue aux clients de l'intermédiaire. La mise en œuvre d'une telle protection est possible au niveau européen avec l'harmonisation juridique assurée au sein de l'UE, mais est plus compliquée dès lors que les actifs sont conservés *in fine* auprès d'un dépositaire ou sous dépositaire hors de l'UE. En effet, sauf si le droit du pays du sous-dépositaire hors UE impose le même niveau de ségrégation, celui-ci ne pourra être assuré qu'en application d'un accord contractuel entre le dépositaire établi au sein de l'UE et le sous-dépositaire établi en hors UE.

Il apparaît ainsi plus facile d'imposer un niveau élevé d'exigence de ségrégation au sein de l'UE (c'est-à-dire pour des actifs qui sont localisés au sein de l'EU) qu'en dehors de l'UE.

2.2.2 Meilleure traçabilité des actifs

Dans un système juridique où les instruments financiers sont inscrits en compte, voire dématérialisés, la preuve de la propriété d'instruments financiers s'établit par un jeu d'inscription en compte.

Dans un tel système de comptabilité titres, la ségrégation est un outil permettant d'établir la preuve des droits de chaque titulaire de compte (ou des bénéficiaires lorsque le titulaire de compte agit pour compte de tiers) sur les titres financiers inscrits au crédit de son compte.

Une ségrégation individuelle augmente ainsi la traçabilité des droits des propriétaires effectifs des titres par leur distinction des titres appartenant à l'intermédiaire. Ainsi, dans l'hypothèse d'une faillite du dépositaire ou sous dépositaire, cette ségrégation sera de nature à accélérer une procédure de revendication des titres par l'identification des titres objet d'une revendication.

Dans l'hypothèse d'une chaîne de conservation, la difficulté réside dans une traçabilité totale tout au long de la chaîne de détention des titres. Il n'en demeure pas moins que plus la ségrégation est granulaire, meilleure est la protection des investisseurs en cas de défaut de leur intermédiaire teneur de compte. A défaut, la faillite d'un intermédiaire participant à cette chaîne de conservation qui n'aurait pas procédé à une telle ségrégation auprès d'un dépositaire central ou d'un sous-conservateur, rendra plus aléatoire et difficile le succès d'une action en revendication, voire impossible (en fonction du droit des procédures collectives applicables à cet intermédiaire).



2.2.3 Meilleure conservation des actifs

La ségrégation individuelle prévient également le risque de tirage sur la masse « technique ». Là encore, plus la ségrégation sera granulaire, et idéalement individuelle tout au long de la chaîne de détention, meilleure sera la protection des titulaires des instruments financiers. Ainsi, dans l'hypothèse où un dépositaire donne, pour son propre compte, des instructions de virement pour un nombre de titres financiers mais ne dispose pas d'un nombre suffisant de titres financiers sur son compte ouvert auprès d'un sous-dépositaire (en raison, par exemple, d'une erreur de réconciliation) l'instruction de virement sera rejetée ou ne sera exécutée que partiellement (à hauteur du nombre de titres financiers effectivement détenu), alors que si les titres financiers de ce dépositaire avaient été « mélangés » avec des titres financiers équivalents détenus par d'autres dépositaires sur un compte « omnibus », il serait possible que des instructions de virement pour un nombre de titres financiers supérieur à ceux détenus pour son propre compte soient exécutées.

Ainsi, la question du degré de finesse de la ségrégation est avant tout une question de politique économique. Jusqu'à quel point souhaite-t-on protéger les investisseurs ? Car, si la ségrégation entre compte propre et compte de tiers permet de séparer les actifs appartenant aux teneurs de compte de ceux de leurs clients, ce degré est encore largement insuffisant pour assurer un niveau de protection satisfaisant pour les investisseurs si cette ségrégation n'est pas mise en œuvre à chaque niveau de la chaîne.

C'est donc la question du niveau de ségrégation minimum qu'il convient maintenant de traiter.

3. Niveau de ségrégation minimum

3.1 Problématiques à prendre en considération

3.1.1 Droits étrangers de la faillite

Pour conférer une sécurité maximale, la ségrégation envisagée doit être mise en œuvre à chaque niveau de la chaîne de conservation, ce qui soulève la question de l'efficacité des règles de ségrégation lorsque des sous-dépositaires localisés dans des États non membres de l'Union européenne sont impliqués dans la chaîne de conservation. Il convient à ce titre de souligner qu'il n'existe pas à l'heure actuelle d'harmonisation des règles de ségrégation au niveau européen et international.

Aussi, un niveau élevé de ségrégation n'aura d'efficacité que s'il existe, dans les pays des différents sous-dépositaires impliqués, un régime juridique prévoyant une faculté de revendication des instruments financiers ségrégués en cas de faillite du sous-dépositaire concerné, ou toute action ayant des effets similaires. Il ne suffira pas, en effet, que des dispositions contractuelles liant le sous-dépositaire prévoient la ségrégation pour que celle-ci soit *ipso facto* opposable aux créanciers du sous-dépositaire en vertu du droit national applicable.



L'article 21(11) de la Directive AIFM envisage ainsi la situation dans laquelle un dépositaire se trouve contraint de déléguer la conservation de titres financiers à une entité située dans un État non membre de l'Union européenne ne satisfaisant pas l'ensemble des règles de délégation qu'elle fixe, y compris celles de ségrégation ⁽⁸⁾. Dans une telle situation :

- (i) les investisseurs du ou des FIA concernés doivent être informés, avant leur investissement, que cette délégation est rendue nécessaire par les contraintes juridiques de la législation du pays tiers concerné ; et
- (ii) les FIA, ou le gestionnaire agissant pour le compte des FIA concernés, doivent charger le dépositaire de déléguer la conservation des instruments financiers à l'entité locale concernée.

3.1.2 Forme des titres

La ségrégation doit également s'accommoder, le cas échéant, de la forme des titres financiers concernés (*i.e.* titres au porteur vs titres au nominatif, titres complètement dématérialisés vs titres partiellement dématérialisés), ce qui peut notamment soulever des questions de compatibilité avec le droit local des sociétés.

Il convient également de noter que, lorsque des titres financiers sont émis par une entité étrangère et que leur conservation passe obligatoirement par l'utilisation d'un système de conservation étranger, le droit local s'appliquera au départ de la chaîne de conservation.

3.1.3 Faisabilité technique et coûts associés

Nous comprenons que les régulateurs de plusieurs États Membres ont fait savoir, à l'occasion de la consultation de l'ESMA en date du 1^{er} décembre 2014, qu'un double niveau de ségrégation n'était pas techniquement possible.

Sans être réellement en mesure d'apprécier la faisabilité technique d'un niveau élevé de ségrégation, il nous semble que le renforcement des obligations de ségrégation des dépositaires et sous dépositaires pourrait conduire ceux-ci à revoir leur tarification et la structure de leurs coûts de mise en conformité avec la Directive AIFM. Moins qu'une impossibilité technique, il s'agirait plutôt d'une question de coûts de développement des chaînes informatiques au niveau des dépositaires. Comme indiqué ci-dessus, un sous-dépositaire pourra normalement accepter par voie contractuelle une ségrégation des actifs qui lui sont confiés par le dépositaire établi au sein de l'UE.

⁸ Ces dispositions de la Directive AIFM ont été transposées à l'article 323-32 II du Règlement général de l'AMF.



En pratique, la mise en œuvre d'une ségrégation individuelle aura un coût, puisqu'elle nécessitera une comptabilité plus fine et une précision supplémentaire dans les instructions échangées entre titulaire d'un compte (dépositaire) et sous-conservateur (sous-dépositaire). Le dépositaire devra ainsi indiquer, pour chaque instruction, le compte ou sous-compte concerné et, de même, le sous-dépositaire devra identifier, pour chaque instruction, le sous-compte concerné (le seul identifiant du titulaire de compte n'étant pas suffisant, puisqu'il s'agit d'une personne détenant plusieurs comptes/sous-comptes organisant cette ségrégation).

Ce coût supplémentaire devra être mesuré et supporté par un acteur de la chaîne de conservation.

3.2 Niveau minimum de ségrégation

En ce qui concerne le dépositaire, l'article 21(8)(a) de la Directive AIFM renvoie expressément aux principes de sauvegarde des instruments financiers figurant à l'article 16 de la Directive 2006/73/CE, portant mesures d'exécution de la Directive MIFID. Ces principes prévoient, notamment, que les entreprises d'investissement doivent tenir tous les registres et les comptes nécessaires pour permettre de distinguer à tout moment et sans délai les actifs détenus par un client déterminé, de ceux détenus par d'autres clients et de leurs propres actifs. C'est le premier niveau de ségrégation.

Une question plus délicate est relative aux sous-dépositaires. Il convient ainsi de distinguer l'hypothèse dans laquelle les instruments financiers sont détenus uniquement par des sous-dépositaires établis dans l'UE, de celle dans laquelle un ou plusieurs sous-dépositaires sont établis hors UE.

3.2.1 Lorsque tous les sous-dépositaires sont établis dans l'UE

D'un point de vue purement juridique, il apparaît au Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris que la technique la plus efficace pour (i) protéger les actifs des FIA en cas de faillite ou de fraude d'un sous-dépositaire et (ii) garantir une bonne conservation des actifs tout le long de la chaîne de conservation consiste à imposer dans un texte normatif de niveau 2 à chaque dépositaire une ségrégation individuelle des actifs de chaque FIA tout le long de la chaîne de conservation.

A défaut de pouvoir parvenir à une telle ségrégation individuelle et de pouvoir mettre en place un mécanisme sur la base du respect des principes de l'article 16 de la directive 2006/73/CE, le HCJP est d'avis que la seule lecture possible de l'article 99(1) du Règlement Délégué AIFM est celle qui en est faite par la Commission Européenne. Chaque sous-dépositaire devrait ainsi maintenir à tout moment un niveau de ségrégation des comptes lui permettant de distinguer rapidement les actifs des FIA de chaque dépositaire :



- (i) de ses propres actifs ;
- (ii) des actifs de ses autres clients ;
- (iii) des actifs détenus par le dépositaire pour son propre compte ; et
- (iv) des actifs détenus pour des clients du dépositaire qui ne sont pas des AIFs.

Dans les faits, ce niveau minimum de ségrégation conduit à instaurer une sorte de solidarité entre les différents FIA, dans la mesure où leurs actifs seront alors crédités sur un même compte « omnibus ». C'est la raison pour laquelle le HCJP recommande alors d'inciter chaque dépositaire de mettre en place un niveau de ségrégation individuelle, sur une base volontaire et contractuelle.

3.2.2 Lorsqu'un ou plusieurs sous-dépositaires sont établis hors UE

Dans son rapport final sur les *Standards for the Custody of Collective Investment Schemes' Assets* ⁽⁹⁾, IOSCO indique ainsi que, dans la plupart des juridictions, il existe un niveau commun de ségrégation consistant à distinguer les actifs des fonds :

- (i) des actifs des entités qui leur sont liées ;
- (ii) des actifs du dépositaire ou, selon le cas, du sous dépositaire teneur de compte;
- (iii) des actifs des autres clients du dépositaire ou, selon le cas, du sous dépositaire teneur de compte ; et
- (iv) des actifs des autres fonds, sauf dans l'hypothèse d'une tenue de compte « omnibus ».

Les textes européens pourraient ainsi imposer aux dépositaires ou sous-dépositaires ayant recours à des sous-dépositaires établis hors UE, de s'assurer contractuellement que ces sous-dépositaires mettent en œuvre un niveau de ségrégation « équivalent » à celui qui s'impose aux sous-dépositaires établis dans l'UE.

Il peut être relevé que, dans certaines hypothèses, un niveau de ségrégation élevé n'est pas possible techniquement ou est inefficace compte tenu des particularités d'un régime juridique local. Dans ces conditions, il paraît souhaitable que les sous-dépositaires hors UE n'aient pas à mettre en œuvre un niveau de ségrégation « équivalent » à celui qui s'impose aux sous-dépositaires établis dans l'UE, dès lors qu'ils apportent la preuve qu'ils ont pris des mesures plus appropriées, notamment au regard du droit local des sociétés et de la faillite, pour assurer la protection des actifs dont ils assurent la conservation.

⁹ *Op.cit*, Standard 2, paragraphes 47 à 51.



Le niveau de ségrégation approprié serait dans ce cas le résultat d'un dialogue devant être initié par le dépositaire ou, selon le cas, par le sous-dépositaire établi dans l'UE avec le sous-dépositaire établi hors UE, à charge pour ceux-ci d'apporter la preuve, s'ils ne mettent pas en œuvre un niveau de ségrégation « équivalent » à celui des dépositaires établis dans l'UE, qu'ils ont pris les mesures appropriées pour assurer une meilleure protection des investisseurs.

Il pourrait en outre s'avérer utile de limiter la possibilité d'avoir recours à des sous-dépositaires établis hors de l'UE à des situations qui le justifient objectivement, notamment en raison de la forme de détention des instruments financiers concernés.

* * *

En conclusion, la question du niveau de ségrégation adéquat des actifs financiers détenus par les dépositaires et leurs sous-dépositaires est avant tout une question de politique économique et doit tenir compte du droit local applicable hors de l'UE et des coûts liés à la ségrégation.

Il paraît préférable d'imposer aux dépositaires et à leurs sous-dépositaires établis au sein de l'UE un niveau très fin, jusqu'à être individuel, de ségrégation de ces actifs. À défaut, de s'en tenir à la lecture faite par la commission de l'article 99(1) du Règlement Délégué AIFM.

Il semble également nécessaire d'étendre ce principe de protection lorsque la chaîne de conservation fait intervenir un sous-dépositaire qui n'est pas établi dans l'Union européenne. Dans la mesure où le droit européen ne peut exporter ses normes hors de ses frontières, la solution passe alors par imposer aux dépositaires européens qu'ils s'assurent, par voie contractuelle ou autre, que leurs sous-dépositaires procèdent à un niveau de ségrégation au moins équivalent à celui de l'article 99(1) du Règlement Délégué AIFM.

Dans ces conditions, il pourrait être souhaitable que les dépositaires ou sous-dépositaires ayant recours à des sous-dépositaires établis hors de l'UE (i) ne puissent le faire que lorsque cela se justifie par des considérations objectives et (ii) soient tenus d'imposer contractuellement un niveau de ségrégation équivalent à ce qui se fait dans l'Union Européenne, à moins de pouvoir apporter la preuve que des mesures plus appropriées au regard du droit local sont ou seront prises.