

# NOUVELLES POLITIQUES ET RESTRICTIONS D'INVESTISSEMENT POUR LES OPCVM

*Gast Juncker*

*Avocat à la Cour*

*Elvinger, Hoss & Prussen*

*Jérôme Wigny*

*Avocat à la Cour*

*Elvinger, Hoss & Prussen*

<b>Introduction</b> .....	1628
<b>Chapitre 1 : Nouvelles politiques d'investissement</b> .....	1630
SECTION 1 : Investissement dans des instruments du marché monétaire .....	1631
SECTION 2 : Investissement en dépôts .....	1633
SECTION 3 : Investissement dans d'autres organismes de placement collectif ..	1634
SECTION 4 : Investissement dans des instruments financiers dérivés .....	1637
SECTION 5 : Nouvelle définition de « valeurs mobilières » .....	1639
<b>Chapitre 2 : Nouvelles restrictions d'investissement</b> .....	1641
SECTION 1 : Plafond cumulé .....	1641
SECTION 2 : Plafond par groupe .....	1642
SECTION 3 : Fonds indiciels .....	1644
SECTION 4 : Filiales de sociétés d'investissement .....	1645
<b>Chapitre 3 : Mise en application de la directive 2001/108/CE</b> .....	1647
SECTION 1 : Circulaire CSSF 03/88 .....	1647
SECTION 2 : Circulaire CSSF 03/87 .....	1653
<b>Conclusion</b> .....	1654

## Introduction

**46-1.** La directive du Conseil du 20 décembre 1985, portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières<sup>1</sup> avait pour objet de rapprocher les conditions de concurrence pour le placement des parts d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (« OPCVM ») en même temps que de réaliser une protection plus efficace et plus uniforme des participants<sup>2</sup>.

Le succès est indéniable. Au 31 mars 2003, 61,53 % des organismes de placement collectif de droit luxembourgeois sont compatibles avec les dispositions de la directive 85/611/CEE<sup>3</sup>. Ils représentent 74,6 % des actifs nets gérés dans le cadre d'organismes de placement collectif luxembourgeois<sup>4</sup>.

**46-2.** Dès l'origine, il était prévu que la directive 85/611/CEE ne constituerait qu'une première étape. La Commission avait déjà élaboré une proposition de modification de la directive en 1993<sup>5</sup> avec pour objet d'y inclure, notamment, les fonds du marché monétaire, les fonds de trésorerie investissant en dépôts bancaires<sup>6</sup> et les fonds de fonds. Cette proposition contenait aussi certaines dispositions modificatives relatives à l'utilisation d'instruments financiers dérivés. Enfin, il était envisagé de permettre aux OPCVM créés dans un État membre de choisir un dépositaire ayant son siège dans un autre État membre. À la suite de prises de position les plus diverses de la part des États membres et de certains groupes de travail, deux propositions de directives ont été présentées par la Commission le 17 juillet 1998. La procédure de codécision entre Commission, Parlement et Conseil prévue à l'article 251 CE a abouti à la diffusion, le 6 juin 2000, de deux propositions modifiées de directives<sup>7</sup>.

<sup>1</sup> Directive 85/611/CEE, *J.O.C.E.* L 375 du 31 décembre 1985. Les références dans le texte à la directive 85/611/CEE doivent être comprises comme des références à la directive 85/611/CEE avant sa modification par les directives 2001/107/CE et 2001/108/CE.

<sup>2</sup> Voy. deuxième considérant de la directive 85/611/CEE.

<sup>3</sup> Le calcul se fait en termes de compartiments; 31,42 % tombent sous la partie II de la loi du 30 mars 1988 et 7,05 % sont des fonds institutionnels soumis aux dispositions de la loi du 19 juillet 1991 (source: Commission de surveillance du secteur financier « CSSF »).

<sup>4</sup> Contre 20,52 % pour les fonds soumis à la partie II de la loi du 30 mars 1988 et 4,88 % pour les fonds institutionnels soumis aux dispositions de la loi du 19 juillet 1991 (source CSSF).

<sup>5</sup> Doc. COM (93) 37 Final/Syn 453.

<sup>6</sup> Ce type de fonds n'avait pas été retenu dans le champ d'application de la directive 85/611/CEE principalement à cause des intérêts divergents des différents États membres, du fait que les domaines des dépôts bancaires et de trésorerie relevaient des compétences monétaires nationales, et du souci de progresser le plus rapidement possible en la matière (voy. *Doc. parl.* 5033/1, Avis du Conseil d'État, p. 5).

<sup>7</sup> *J.O.C.E.* C 311 E/273 et C 311 E/302 du 31 octobre 2000.

Ces propositions deviendront les directives 2001/107/CE<sup>8</sup> et 2001/108/CE<sup>9</sup>. La première, comme l'indique son intitulé, a pour objet de réglementer les sociétés de gestion et d'introduire le principe d'un prospectus simplifié. Le contenu de la seconde reprend dans une large mesure les premières propositions faites en 1993 sans toutefois permettre aux OPCVM créés dans un État membre de désigner un dépositaire ayant son siège dans un autre État membre.

**46-3.** La directive 85/611/CEE a été transposée en droit luxembourgeois par la loi du 30 mars 1988 relative aux organismes de placement collectif (la « loi de 1988 »). Au lieu de modifier la loi de 1988, le législateur luxembourgeois a décidé de transposer les directives 2001/107/CE et 2001/108/CE au moyen d'une nouvelle loi, la loi du 20 décembre 2002 relative aux organismes de placement collectif (la « loi de 2002 »).

La loi de 2002 est entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2003, mais afin de permettre aux organismes de placement collectif luxembourgeois de bénéficier de la façon la plus étendue des dispositions transitoires de cette loi, la loi de 1988 restera en vigueur jusqu'au 13 février 2007, date de la fin de la période transitoire prévue par la loi de 2002.

**46-4.** Nous examinerons dans un premier chapitre les nouvelles politiques de placement des OPCVM telles que prévues par la directive 2001/108/CE ainsi que les restrictions d'investissement qui s'y rapportent. Dans un deuxième chapitre, nous analyserons les nouvelles restrictions d'investissement générales visant principalement à renforcer la diversification des risques, et donc la protection des investisseurs. Dans un troisième et dernier chapitre, nous aborderons la mise en application de la directive 2001/108/CE, et plus particulièrement son effet sur les organismes de placement collectif existants.

Les règles actuellement applicables sous la loi de 1988 qui ne sont pas modifiées par la loi de 2002 ne seront abordées que dans la mesure nécessaire pour expliquer les nouvelles règles. Le présent article ne traite pas des modifications apportées par la directive 2001/107/CE quant à la réglementation des sociétés de gestion et à l'introduction d'un prospectus simplifié.

<sup>8</sup> Directive 2001/107/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires, administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), en vue d'introduire une réglementation relative aux sociétés de gestion et aux prospectus simplifiés, *J.O.C.E.* L 41 du 13 février 2002.

<sup>9</sup> Directive 2001/108/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires, administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), en ce qui concerne les placements des OPCVM, *J.O.C.E.* L 41 du 13 février 2002.

## CHAPITRE 1

**Nouvelles politiques d'investissement**

**46-5.** Sous la directive 85/611/CEE, un OPCVM ne pouvait investir qu'en valeurs mobilières. La directive 2001/108/CE étend les actifs éligibles pour les OPCVM aux instruments du marché monétaire, aux dépôts, aux parts et actions émises par d'autres organismes de placement collectif et aux instruments financiers dérivés. Elle prévoit des restrictions spécifiques pour ces nouveaux types d'actifs. Pour plus de clarté, ces restrictions seront examinées dans le cadre du présent chapitre en distinguant les restrictions selon le type de risque qu'elles ont pour but de limiter.

**46-6.** Il s'agit, d'une part, des restrictions visant à faire respecter le principe de la diversification des risques. Ces restrictions empêchent un organisme de placement collectif d'investir plus d'un pourcentage donné de ses avoirs dans un type d'actifs éligibles émis par un même émetteur<sup>10</sup>. Elles se calculent toujours par rapport aux actifs nets d'un OPCVM ou d'un compartiment d'un OPCVM à compartiments multiples.

**46-7.** Nous avons, d'autre part, regroupé sous l'intitulé « règle de liquidité » les restrictions visant à assurer qu'un OPCVM soit capable de faire face aux demandes de rachat présentées par ses porteurs de parts ou actions. En effet, tout OPCVM doit être en mesure de procéder au remboursement de ses parts ou actions dans les conditions prévues dans son prospectus, et ce au moins deux fois par mois<sup>11</sup>. La liquidité du portefeuille d'un OPCVM est principalement assurée par le fait que les différents types d'actifs éligibles doivent répondre à des critères de liquidité: un OPCVM ne peut investir que 10 % de ses actifs nets en valeurs mobilières et instruments du marché monétaire qui ne sont pas cotés sur un marché réglementé ou négociés sur le marché monétaire<sup>12</sup>; il ne peut investir que dans des organismes de placement collectif de type ouvert ou des dépôts pouvant être retirés à tout moment. La liquidité du portefeuille est également garantie par des restrictions fixant le pourcentage maximum des titres d'un émetteur qu'un OPCVM peut détenir par rapport au total des titres émis par cet émetteur. En possédant un nombre trop élevé de titres émis par un même émetteur, un OPCVM risquerait de se retrouver dans

<sup>10</sup> Voy. également section 1 du chapitre 2 pour les nouveaux plafonds cumulés limitant le risque de contrepartie et section 2 du chapitre 2 pour les nouvelles limites imposées par rapport aux émetteurs faisant partie d'un même groupe.

<sup>11</sup> Article 116 (1) de la loi de 2002.

<sup>12</sup> Article 41 (2) (a) de la loi de 2002.

l'impossibilité de vendre ces titres à des tiers ou de ne pouvoir les vendre qu'à un prix inférieur à celui auquel ces titres ont été évalués.

En ce qui concerne les actions assorties d'un droit de vote, la règle de liquidité se double d'une règle visant à empêcher qu'un OPCVM ne puisse exercer un contrôle ou une influence notable sur la gestion d'un émetteur, ce qui serait incompatible avec la finalité d'un OPCVM.

46-8. Il convient de noter que lorsque la directive 2001/108/CE donne la possibilité aux États membres de prendre une position plus ou moins libérale en matière de restrictions d'investissement, le législateur luxembourgeois a systématiquement pris le parti de la flexibilité, cette approche étant motivée par les attentes du marché en ces domaines<sup>13</sup>.

## SECTION 1

### *Investissement dans des instruments du marché monétaire*

46-9. Sous la loi de 1988, un OPCVM ne peut avoir pour politique d'investir en instruments du marché monétaire. Il peut cependant détenir des liquidités (y compris des instruments du marché monétaire négociés régulièrement et ayant une échéance résiduelle ne dépassant pas douze mois<sup>14</sup>) sur une base accessoire<sup>15</sup>, le terme « accessoire » étant interprété comme couvrant une détention jusqu'à 49 % des actifs nets de l'OPCVM.

La loi de 2002 permet aux OPCVM d'investir tout ou partie de leurs actifs nets dans des instruments du marché monétaire qui sont liquides et ont une valeur qui peut être déterminée avec précision à tout moment<sup>16</sup>. Ces instruments du marché monétaire doivent normalement être cotés ou négociés sur les mêmes marchés que ceux sur lesquels les valeurs mobilières doivent être cotées ou négociées<sup>17</sup>. Un OPCVM peut cependant également investir dans des instruments qui ne sont pas négociés sur les marchés réglementés, mais qui sont négociés sur le marché monétaire<sup>18</sup>. Il s'agit, entre autres, de bons du Trésor et de collectivités locales, de certificats de dépôt, de billets de trésorerie, de bons à moyen terme et d'acceptations bancaires<sup>19</sup>.

<sup>13</sup> *Doc. parl.* 5033/1, Avis du Conseil d'État, p. 3.

<sup>14</sup> Circulaire IML 91/75, chapitre F, III 3.

<sup>15</sup> Article 40 (4) de la loi de 1988.

<sup>16</sup> Article 1, 18) de la loi de 2002.

<sup>17</sup> Article 41 (1) (a) à (d) de la loi de 2002.

<sup>18</sup> Article 41 (1) (h) de la loi de 2002.

<sup>19</sup> Voy. quatrième considérant de la directive 2001/108/CE.

Pour les instruments qui ne sont pas négociés sur les marchés réglementés, la loi de 2002 requiert que l'émission ou l'émetteur soient soumis à une réglementation visant à protéger les investisseurs et l'épargne<sup>20</sup>. Elle fixe également des conditions concernant les émetteurs éligibles<sup>21</sup>.

46-10. La directive 2001/108/CE et la loi de 2002 permettent toujours aux OPCVM de détenir des liquidités sur une base accessoire<sup>22</sup>. Le neuvième considérant de la directive précise que la disposition s'applique à tous les OPCVM, outre le cas des OPCVM dont la politique consiste à effectuer des placements sous forme de dépôts bancaires. Il indique les cas dans lesquels la détention de liquidités (par exemple, des dépôts bancaires à vue) peut se justifier<sup>23</sup>. Les instruments du marché monétaire et les dépôts étant devenus des actifs éligibles, il ne fait plus de doute que les règles de diversification des risques et de liquidité sont également applicables à de tels actifs détenus sur une base accessoire.

### *Règle de diversification des risques*

46-11. Les restrictions d'investissement concernant les valeurs mobilières qui sont applicables aux OPCVM sous la loi de 1988 sont dorénavant applicables à l'ensemble des valeurs mobilières et des instruments du marché monétaire émis par une même entité.

Sous la loi de 2002, un OPCVM ne peut investir plus de 10 % de ses actifs nets dans des valeurs mobilières et/ou des instruments du marché monétaire émis par une même entité<sup>24</sup>.

La distinction entre valeurs mobilières et instruments du marché monétaire est souvent délicate<sup>25</sup>. Elle engendre sous la loi de 1988 des difficultés de définition

<sup>20</sup> Le rapporteur de la proposition de directive auprès du Parlement européen note au sujet de cette disposition: « Bien que certains acteurs du marché aient tendance à l'interpréter comme un crédit ou une garantie des dépôts au sens le plus strict (en d'autres termes, les banques exclusivement), il ressort clairement du contexte et des débats dans les autres institutions que ce point doit être pris dans une acception plus large, à savoir qu'un instrument du marché monétaire (MMI) donné, ou son émetteur, doit être soumis à un contrôle soit initial, soit permanent, p.ex. par un organe de réglementation du marché des valeurs mobilières » (recommandation pour la deuxième lecture, Parlement européen, A5-0324/2001 du 10 octobre 2001).

<sup>21</sup> Article 41 (1) (h) de la loi de 2002.

<sup>22</sup> Article 41 (3) de la loi de 2002.

<sup>23</sup> « Notamment dans les situations suivantes: pour faire face aux paiements courants ou exceptionnels; en cas de ventes, le temps nécessaire pour réinvestir dans des valeurs mobilières, dans des instruments du marché monétaire et/ou dans d'autres actifs financiers prévus par la présente directive; pendant le laps de temps strictement nécessaire dans les cas où, en raison de la situation défavorable du marché, les placements en valeurs mobilières, les instruments du marché monétaire et les autres actifs financiers doivent être suspendus. »

<sup>24</sup> Article 43 (1) de la loi de 2002.

<sup>25</sup> Voy. chapitre 1, section 5, paragraphes 27 et 29.

et de catégorisation pour les besoins du calcul des restrictions d'investissement. Les questions résultant de cette distinction quelque peu artificielle seront moins nombreuses du fait de l'application de ces nouvelles restrictions de manière conjointe à ces deux types d'actifs.

### *Règle de liquidité*

**46-12.** Un OPCVM ne peut détenir plus de 10 % des instruments du marché monétaire émis par un même émetteur<sup>26</sup>. De façon cohérente, ce pourcentage est identique à celui qui est applicable aux obligations émises par un même émetteur<sup>27</sup> ainsi qu'au pourcentage généralement applicable en matière de détention d'actions par application de l'article 48 (1) de la loi de 2002.

## SECTION 2

### *Investissement en dépôts*

**46-13.** La loi de 2002 permet à un OPCVM d'investir tout ou partie de ses actifs en dépôts auprès d'établissements de crédit, à condition que ces dépôts soient remboursables sur demande ou puissent être retirés et qu'ils aient une échéance inférieure ou égale à douze mois<sup>28</sup>.

Les établissements de crédit concernés doivent avoir leur siège statutaire dans des États membres de l'Union européenne ou, s'ils ont leur siège statutaire dans des pays tiers, ils doivent être soumis à des règles prudentielles considérées par l'autorité de contrôle luxembourgeoise comme équivalentes à celles prévues par la législation communautaire.

Lors de l'élaboration de la directive 2001/108/CE, il avait été envisagé de limiter les établissements de crédit éligibles à ceux établis dans la zone A de l'OCDE. La Commission européenne n'a cependant pas voulu retenir ce critère pour des raisons d'ordre politique.

Alors que les États membres et les commissions et groupes de travail consultés étaient largement favorables à l'extension de la directive 85/611/CEE aux instruments du marché monétaire, de fortes résistances sont survenues quant à l'investissement en dépôts bancaires. L'évolution du marché et la perspective de l'achèvement de l'union économique et monétaire ont vaincu ces réticences<sup>29</sup>.

<sup>26</sup> Article 48 (2) de la loi de 2002.

<sup>27</sup> Article 48 (2) de la loi de 2002.

<sup>28</sup> Article 41 (1) (f) de la loi de 2002.

<sup>29</sup> Voy. huitième considérant de la directive 2001/108/CE.

### *Règle de diversification des risques*

46-14. L'article 43 (1) de la loi de 2002 prévoit qu'il n'est pas possible d'investir plus de 20 % des actifs nets d'un OPCVM dans des dépôts placés auprès d'un même établissement de crédit.

Contrairement à ce qui avait été envisagé dans les propositions initiales, la directive 2001/108/CE et la loi de 2002 ne prévoient pas de dérogation à cette restriction quant aux dépôts maintenus par l'OPCVM auprès de sa banque dépositaire.

Cependant, alors que cette restriction est clairement applicable aux dépôts maintenus auprès de la banque dépositaire d'un OPCVM ayant comme objectif d'investir de manière permanente en dépôts, il pourrait être soutenu que cette limite ne trouve pas application lorsqu'un OPCVM ayant pour objectif d'investir en valeurs mobilières dépose à titre accessoire et de manière temporaire un pourcentage plus élevé de ses avoirs auprès de sa banque dépositaire.

### *Règle de liquidité*

46-15. La règle de liquidité est reflétée dans la définition donnée par la loi des dépôts éligibles. Ils doivent être remboursables sur demande ou pouvoir être retirés et ne peuvent être placés qu'auprès d'établissements de crédit définis ci-avant.

## SECTION 3

### *Investissement dans d'autres organismes de placement collectif*

46-16. Sous la loi de 1988, un OPCVM ne peut pas investir plus de 5 % de ses actifs nets dans d'autres organismes de placement collectif au sens de la directive 85/611/CEE<sup>30</sup>.

La loi de 2002 permet à un OPCVM d'investir l'intégralité de ses actifs nets dans des parts ou actions d'autres organismes de placement collectif<sup>31</sup>. Ces organismes de placement collectif doivent être, soit des OPCVM, soit d'autres organismes de placement collectif (« autres OPC »), mais, dans ce dernier cas, ils doivent remplir les conditions suivantes :

- faire l'objet dans leur juridiction d'origine d'une supervision que l'autorité de contrôle luxembourgeoise considère comme étant équivalente à celle prévue par la législation communautaire et que la coopération entre les autorités soit suffisamment garantie ;

<sup>30</sup> Article 44 (2) de la loi de 1988.

<sup>31</sup> Article 41 (1) (e) de la loi de 2002.

- offrir à leurs détenteurs de parts ou actions une protection équivalente à celle d'un OPCVM et, en particulier, être sujet à des règles sur la division des actifs, les emprunts, les prêts, les ventes à découvert équivalentes aux exigences communautaires;
- voir leurs activités faire l'objet de rapports semestriels et annuels adéquats.

L'exigence que les autres OPC doivent être sujets à des règles sur les emprunts et les ventes à découvert équivalentes aux exigences communautaires, exclut la possibilité d'investir dans des organismes de placement collectif poursuivant des stratégies alternatives.

L'exigence que les autres OPC doivent être des organismes de placement collectif « au sens de l'article 1, paragraphe (2), premier et deuxième tirets, de la directive 85/611/CEE » implique qu'il n'est pas possible d'investir dans des organismes de placement collectif investissant dans des avoirs autres que des valeurs mobilières, dépôts, instruments financiers dérivés et instruments du marché monétaire, tels que les organismes de placement collectif investissant en biens immobiliers, en créances ou en autres actifs non mentionnés ci-avant.

46-17. En outre, les organismes de placement collectif dans lesquels un OPCVM envisage d'investir, que ce soient des OPCVM ou des autres OPC, ne peuvent, conformément à leurs documents constitutifs, avoir pour politique d'investir plus de 10 % de leurs actifs nets dans d'autres organismes de placement collectif.

Cette condition vise « la prévention du phénomène de cascade »<sup>32</sup>. Il s'agit d'éviter qu'un OPCVM ne puisse investir dans ce qu'on appelle communément des fonds de fonds, ce qui aboutirait à la création d'une structure « fonds de fonds » au rendement incertain.

Une conclusion s'impose. Un OPCVM ou un compartiment de celui-ci qui voudrait rester un actif éligible pour d'autres OPCVM doit nécessairement se limiter à ne pas investir plus de 10 % de ses actifs nets dans des organismes de placement collectif. Sous la loi de 2002, il a en principe le droit d'investir tous ses actifs dans des organismes de placement collectif, mais si son prospectus lui permet de dépasser cette limite de 10 %, il ne constituera plus un investissement éligible pour d'autres OPCVM.

### *Restriction à l'investissement dans des autres OPC*

46-18. L'investissement dans des organismes de placement collectif autres que des OPCVM est limité à 30 % des actifs nets d'un OPCVM<sup>33</sup>.

<sup>32</sup> Voy. septième considérant de la directive 2001/108/CE.

<sup>33</sup> Article 46 (2) de la loi de 2002.

L'exposé des motifs de la proposition de directive 2001/108/CE<sup>34</sup> note que la nécessité de permettre un investissement dans des autres OPC est dictée par les engagements souscrits par l'Union européenne dans le cadre de l'Organisation mondiale du commerce.

### *Règle de diversification des risques*

**46-19.** Afin d'éviter une concentration excessive, l'article 46 (1) de la loi de 2002 prévoit qu'un OPCVM ne peut investir plus de 20 % de ses actifs nets dans un même OPCVM ou autre OPC. Lorsque ces derniers sont des organismes de placement collectif à compartiments multiples, chaque compartiment est considéré comme une entité séparée, à condition que le principe de la ségrégation des engagements soit assuré entre les différents compartiments.

Cette approche, qui revient à considérer chaque compartiment comme un patrimoine économiquement indépendant<sup>35</sup>, a été adoptée par le législateur luxembourgeois alors que la directive 2001/108/CE ne contient aucune disposition en la matière<sup>36</sup>.

L'article 49 (3) de la loi de 2002 reprend le principe déjà énoncé au second alinéa de l'article 46 (1), mais l'étend aussi à toute autre entité juridique formée de plusieurs compartiments répondant exclusivement de leurs propres engagements. Cela explique les références aux articles 43 et 44.

Il ressort de ce qui précède qu'il n'est pas possible pour un OPCVM d'investir tous ses actifs dans un seul OPCVM ou compartiment d'un OPCVM, rendant impossible les structures *master-feeder*. Par contre, il est possible d'investir tous les actifs d'un OPCVM dans un autre OPCVM à compartiments multiples, à condition d'investir dans au moins cinq compartiments différents.

**46-20.** L'article 46 (2), second alinéa, fait usage d'une faculté offerte par la directive 2001/108/CE aux États membres. Il précise que les actifs des organismes de placement collectif dans lesquels un OPCVM investit ne doivent pas être ajoutés aux autres actifs de l'OPCVM pour l'application des règles de diversification contenues à l'article 43.

<sup>34</sup> Doc. COM (2000) 329 final du 30 mai 2000, p. 7.

<sup>35</sup> Projet de loi n° 5033, session ordinaire 2002-2003, commentaire des articles, p. 57.

<sup>36</sup> Il peut être noté que tant la directive 85/611/CEE que les directives 2001/107/CE et 2001/108/CE ignorent purement et simplement le concept d'organisme de placement collectif à compartiments multiples.

### *Règle de liquidité*

46-21. Sous la loi de 1988, un OPCVM ne peut détenir plus de 10 % des parts ou actions émises par un même organisme de placement collectif<sup>37</sup>. Considérant que les risques de manque de liquidité et de prise de contrôle ou d'influence notable sont moins élevés que pour d'autres catégories de titres, cette limite a été portée à 25 % par la loi de 2002<sup>38</sup>.

Dans le cas où un OPCVM investit dans un organisme de placement collectif à compartiments multiples, cette restriction s'applique à cette dernière entité dans son ensemble et non compartiment par compartiment<sup>39</sup>. Un OPCVM pourrait donc détenir toutes les parts ou actions émises par un compartiment donné à condition de ne pas détenir plus de 25 % des parts ou actions émises par l'entité tous compartiments confondus.

#### SECTION 4

### *Investissement dans des instruments financiers dérivés*

46-22. Marquant un changement radical avec les dispositions de la loi de 1988, la loi de 2002 permet dorénavant à un OPCVM de placer ses avoirs en instruments financiers dérivés<sup>40</sup>. Il ne doit plus se limiter à des opérations de gestion efficace du portefeuille ou de simple couverture, comme cela est le cas sous la loi de 1988<sup>41</sup>.

Les instruments financiers dérivés éligibles pour un OPCVM doivent être négociés sur un marché réglementé tel que défini par la loi de 2002<sup>42</sup> ou négociés de gré à gré. La loi de 2002 ne fournit pas de liste des instruments éligibles.

Le sous-jacent de tous les instruments financiers dérivés doit être constitué de valeurs mobilières, instruments du marché monétaire, parts ou actions d'organismes de placement collectif ou dépôts éligibles sous l'article 41 (1) de la loi de 2002. Il peut également s'agir d'indices financiers<sup>43</sup>, de taux d'intérêts, de devises et de taux de change.

Les conditions supplémentaires d'éligibilité pour les instruments financiers dérivés négociés de gré à gré par rapport aux instruments négociés sur un marché

<sup>37</sup> Article 45 (2) de la loi de 1988.

<sup>38</sup> Article 48 (2) de la loi de 2002.

<sup>39</sup> Projet de loi n° 5033, session ordinaire 2002-2003, commentaire des articles, p. 58 et proposition de clarification du Conseil d'État, *Doc. parl.* 5033/1, Avis du Conseil d'État, p. 48.

<sup>40</sup> Article 41 (1) (g) de la loi de 2002.

<sup>41</sup> Article 41 de la loi de 1988.

<sup>42</sup> Voy. article 41 (1) (a), (b) et (c) de la loi de 2002.

<sup>43</sup> La loi de 2002 ne précise pas que les indices financiers visés à l'article 41 (g) de la loi de 2002 doivent remplir les conditions fixées à l'article 44 (1) de la loi de 2002 applicables aux fonds indiciels.

réglementé sont (i) une évaluation fiable et vérifiable sur une base journalière, (ii) la faculté pour l'OPCVM de pouvoir vendre, liquider ou clôturer ces instruments à tout moment à leur juste valeur par une transaction symétrique et (iii) le fait que les contreparties de l'OPCVM dans ces transactions soient des établissements soumis à une surveillance prudentielle et appartenant aux catégories agréées par l'autorité de contrôle luxembourgeoise.

**46-23.** Ces concepts généraux devront être clarifiés par l'autorité de contrôle luxembourgeoise au moyen d'une circulaire afin de pouvoir être appliqués concrètement par les OPCVM soumis à la loi de 2002.

Ceci est également le cas pour la détermination et la gestion du risque global lié aux instruments financiers dérivés. En effet, l'OPCVM doit mettre en place une procédure et des méthodes de gestion des risques lui permettant à tout moment de contrôler et mesurer les risques liés aux instruments financiers dérivés et de déterminer la contribution des instruments financiers dérivés au profil de risque général du portefeuille<sup>44</sup>.

Pour les instruments négociés de gré à gré, la méthode retenue doit permettre une évaluation précise et indépendante des positions.

Selon des règles à définir par l'autorité de contrôle luxembourgeoise, cette dernière se verra communiquer les types d'instruments financiers dérivés utilisés, les risques sous-jacents, les limites quantitatives et les méthodes d'évaluation retenues.

Il s'agira de calculer précisément quel est le « risque global » lié aux instruments financiers dérivés. Ce risque global sur produits financiers dérivés ne peut excéder la valeur nette totale du portefeuille de l'OPCVM<sup>45</sup>. Ce risque global devra être calculé en tenant compte (i) de la valeur courante des actifs sous-jacents, (ii) du risque de contrepartie, (iii) de l'évolution prévisible des marchés et (iv) du temps disponible pour liquider les positions. Cette limite globale s'applique à tous les instruments financiers dérivés éligibles pour un OPCVM.

La loi de 2002 rappelle dans son article 42 (2) que ces opérations ne doivent pas amener l'OPCVM à s'écarter de ses objectifs d'investissement définis dans ses documents constitutifs et son prospectus de vente.

La loi de 2002<sup>46</sup> prévoit expressément un renforcement de l'information aux investisseurs dans le domaine des produits financiers dérivés. Le prospectus et les autres documents promotionnels doivent mettre en évidence les effets possibles de l'utilisation d'instruments financiers dérivés sur le profil de risque. L'investisseur dispose même d'un droit d'information auprès de la société de gestion (ou, le cas échéant, de la société d'investissement) sur les instruments financiers dérivés qui sont utilisés et sur la gestion des risques y relatifs.

<sup>44</sup> Article 42 (1) de la loi de 2002.

<sup>45</sup> Article 42 (3) premier alinéa, de la loi de 2002.

<sup>46</sup> Article 47 de la loi de 2002.

### *Règles de diversification des risques*

**46-24.** Le risque de contrepartie sur opérations de gré à gré ne peut dépasser 10 % des avoirs nets de l'OPCVM pour des établissements de crédit éligibles à recevoir des dépôts selon l'article 41(1)(f) de la loi de 2002. Cette limite est réduite à 5 % lorsque d'autres contreparties sont choisies.

Il existe différentes techniques pour réduire le risque de contrepartie, y compris en recevant des actifs en gage ou en s'assurant de la validité des clauses de compensation en toutes circonstances. Il est vraisemblable que de telles techniques pourront être utilisées dans le cadre des OPCVM.

Le troisième alinéa de l'article 43 (2) de la loi de 2002 prévoit que le placement des avoirs dans des instruments financiers dérivés ne doit pas résulter en une violation des règles de diversification des investissements applicables aux instruments du marché monétaire, dépôts et valeurs mobilières<sup>47</sup>. Lorsqu'un OPCVM investit dans des instruments financiers dérivés fondés sur un indice, par essence diversifié, ces investissements ne doivent cependant pas être pris en compte dans le calcul de ces règles de diversification.<sup>48</sup>

### *Règle de liquidité*

**46-25.** Les concepts devant assurer la liquidité des instruments de gré à gré sont reflétés dans les conditions d'éligibilité détaillées ci-avant. Il n'y a pas de référence spécifique à la liquidité des autres instruments financiers dérivés éligibles, étant donné que leur liquidité est censée être assurée par le fait qu'ils doivent être négociés sur un marché réglementé tel que défini par la loi de 2002.<sup>49</sup>

## SECTION 5

### *Nouvelle définition de « valeurs mobilières »*

**46-26.** Ni la directive 85/611/CEE ni la loi de 1988 ne définissent les termes « valeurs mobilières ».

L'autorité de contrôle luxembourgeoise avait donc établi les critères suivants dans la circulaire IML 91/75<sup>50</sup>, en distinguant selon que les titres sont soumis au droit luxembourgeois ou à un droit étranger :

- pour les titres luxembourgeois, il est fait référence à la pratique qui considère qu'une valeur mobilière est un titre susceptible de cotation en bourse,

<sup>47</sup> Cet article se réfère aux règles de diversification contenues à l'article 43. Il ne couvre donc pas les restrictions concernant les organismes de placement collectif contenues à l'article 46.

<sup>48</sup> Article 42 (3) troisième alinéa, de la loi de 2002.

<sup>49</sup> Voy. paragraphe 22.

<sup>50</sup> Chapitre F, III, 1, de la circulaire IML 91/75.

une cotation étant présumée possible lorsque la fixation d'un cours unique peut être envisagée ;

- pour les titres étrangers, il convient de se référer à la définition donnée au concept de valeur mobilière par les réglementations des pays concernés.

46-27. Le fait que de nombreux pays ne connaissent pas dans leur droit national le concept de valeur mobilière a donné lieu à des difficultés pratiques de qualification de certains titres et à des incertitudes quant à leur éligibilité pour des OPCVM luxembourgeois.

À titre d'exemple, on peut noter que la France considère comme valeurs mobilières pratiquement tous les droits qui sont incorporés dans un titre, y compris, par exemple, les certificats de dépôt bancaire. L'approche divergente des autorités de contrôle européennes permet à un OPCVM luxembourgeois de considérer un certificat de dépôt français comme une valeur mobilière alors que d'autres pays à la pratique plus restrictive ne le considèrent pas comme telle.

46-28. Lors de la refonte de la directive 85/611/CEE, le législateur communautaire a choisi de donner aux termes « valeurs mobilières » une définition plus large, qui semble, au moins partiellement, laisser la porte ouverte à des interprétations nationales au niveau des différents pays membres. Ce texte a été transposé presque littéralement dans la loi de 2002. Il est formulé comme suit :

« On entend par « valeurs mobilières » :

- les actions et autres valeurs assimilables à des actions (« actions »),
- les obligations et autres titres de créance (« obligations »),
- toutes les autres valeurs négociables donnant le droit d'acquérir de telles valeurs mobilières par voie de souscription ou d'échange, à l'exclusion des techniques et instruments visés à l'article 42 »<sup>51</sup>.

Il est précisé dans le préambule de la directive 2001/108/CE<sup>52</sup> que cette définition ne vaut qu'aux fins de la directive et n'affecte pas les définitions qui pourraient être données par d'autres actes normatifs communautaires et les législations nationales à d'autres fins, par exemple en matière fiscale.

46-29. Il est intéressant de noter que la directive 2001/108/CE et la loi de 2002 se réfèrent toujours aux « OPCVM » – organismes de placement collectif en *valeurs mobilières* – pour désigner les organismes de placement collectif régis par la partie I de la loi de 2002, alors qu'une des innovations majeures est justement de permettre l'investissement dans certaines catégories d'avoirs autres que les valeurs mobilières, tels que les instruments du marché monétaire et les dépôts.

<sup>51</sup> Article 1 (26) de la loi de 2002.

<sup>52</sup> Voy. troisième considérant de la directive 2001/108/CE.

La définition de valeurs mobilières n'englobe pas les instruments du marché monétaire. Il est donc incorrect de considérer, comme le font certains<sup>53</sup>, que la directive 2001/108/CE élargit la notion de valeurs mobilières aux instruments du marché monétaire.

## CHAPITRE 2

# Nouvelles restrictions d'investissement

**46-30.** Outre des restrictions spécifiques concernant chacune des nouvelles catégories d'actifs éligibles, la directive 2001/108/CE contient une série de nouvelles restrictions d'investissement ayant une portée plus générale.

### SECTION 1

## *Plafond cumulé*

**46-31.** Afin d'éviter que les OPCVM ne concentrent de manière excessive leurs actifs dans des placements les exposant à un risque de contrepartie sur une même entité<sup>54</sup>, il a été fixé un plafond cumulé en plus des restrictions individuelles par type d'actif éligible.

L'article 43 (2) de la loi de 2002 prévoit qu'un OPCVM ne peut combiner :

- des investissements dans des valeurs mobilières ou des instruments du marché monétaire émis par une même entité ;
- des dépôts auprès de cette entité ;
- des risques découlant de transactions sur instruments dérivés de gré à gré avec cette entité ;

qui soient supérieurs à 20 % de ses actifs nets.

Cette restriction n'existait pas sous la directive 85/611/CEE. Elle a été introduite car les nouveaux actifs éligibles peuvent à présent faire partie intégrante de la politique d'investissement alors qu'ils ne pouvaient, sous la loi de 1988, être détenus qu'à titre accessoire dans le cas des dépôts et instruments du marché monétaire ou à titre de couverture ou de gestion efficace du portefeuille dans le cas des instruments financiers dérivés.

<sup>53</sup> Voy. l'erreur du Conseil d'État, *Doc. parl.* 5033/1, Avis du Conseil d'État, p. 5.

<sup>54</sup> Voy. dixième considérant de la directive 2001/108/CE.

## SECTION 2

*Plafond par groupe*

**46-32.** Deux nouvelles restrictions ont été introduites afin d'éviter un risque de contrepartie excessif sur un ensemble d'émetteurs appartenant à un même groupe alors que ceux-ci pourraient représenter un risque financier unique. La première prévoit que toutes les sociétés qui font partie d'un groupe sont considérées comme une seule entité pour le calcul des restrictions d'investissement contenues à l'article 43 de loi de 2002<sup>55</sup>. La seconde limite à 20 % des actifs nets d'un OPCVM l'investissement dans des valeurs mobilières et des instruments du marché monétaire d'émetteurs faisant partie d'un même groupe<sup>56</sup>.

Il faut comprendre les dispositions de l'article 43 (5) comme signifiant que les restrictions de diversification des risques de l'article 43 doivent être respectées tant au niveau de l'émetteur que de son groupe. Ainsi, la restriction de l'article 43 (1) prévoyant qu'un OPCVM ne peut investir plus de 10 % de ses actifs nets en valeurs mobilières et instruments du marché monétaire d'une même entité est portée à 20 % par rapport au groupe de l'émetteur bien que la limite de 10 % doive continuer à être respectée par rapport à chaque émetteur au sein du groupe.

En d'autres termes, un OPCVM peut investir jusqu'à 20 % de ses actifs nets en valeurs mobilières et instruments du marché monétaire émis par un même groupe, à condition de respecter la limite de 10 % par émetteur au sein du groupe.

**46-33.** La notion de groupe est définie par référence à la directive 83/349/CEE relative aux comptes consolidés des sociétés et aux règles comptables internationales reconnues.

La vérification du respect des restrictions d'investissement requiert donc de connaître le périmètre de consolidation de toutes les sociétés dans lesquelles l'OPCVM investit, de toutes les banques auprès desquelles il effectue des dépôts et de toute entité qui agit comme contrepartie dans des opérations sur instruments financiers dérivés de gré à gré.

Pour une société donnée, il s'agira par conséquent d'identifier en premier lieu sa maison mère et toutes les filiales directes et indirectes de celle-ci.

Il est vraisemblable que des prestataires de services spécialisés établiront des bases de données permettant d'identifier les sociétés faisant partie d'un même groupe.

Le choix entre plusieurs concepts comptables pour déterminer la notion de groupe est opportun alors qu'un OPCVM peut investir en sociétés établies hors

<sup>55</sup> Article 43 (5), troisième alinéa, de la loi de 2002.

<sup>56</sup> Article 43 (5), quatrième alinéa, de la loi de 2002.

de l'Union européenne pour lesquelles des règles comptables nationales (internationalement reconnues) s'appliquent. Par contre, la diversité des règles ne facilitera pas leur mise en œuvre et il s'agira de mettre en place des procédures précises au niveau de l'OPCVM et de ses prestataires de services.

**46-34.** Les principes de base pour la détermination du périmètre de consolidation en droit luxembourgeois peuvent servir à illustrer dans quelles circonstances des comptes consolidés doivent être établis. En principe, une société anonyme doit établir des comptes consolidés si

- a) elle a la majorité des droits de vote des actionnaires ou associés d'une entreprise, ou
- b) elle a le droit de nommer ou de révoquer la majorité des membres de l'organe d'administration, de direction ou de surveillance d'une entreprise et est en même temps actionnaire ou associé de cette entreprise, ou
- c) elle est actionnaire ou associé d'une entreprise et contrôle seule, en vertu d'un accord conclu avec d'autres actionnaires ou associés de cette entreprise, la majorité des droits de vote des actionnaires ou associés de celle-ci.

Le sujet étant vaste et complexe, nous ne traitons pas des exclusions et exemptions<sup>57</sup>.

**46-35.** De nombreuses questions restent ouvertes. Quel est, par exemple, le moment à partir duquel il faut considérer qu'il existe un lien d'appartenance à un groupe en cas de fusions et acquisitions? Le Conseil d'État<sup>58</sup> propose une solution pragmatique: la notion de groupe doit s'apprécier à partir du moment où la fusion ou l'acquisition sont effectuées en droit et connues publiquement. Il ne suffira donc pas de se référer aux derniers comptes consolidés publiés par un groupe, mais il faudra tenir compte des changements intervenus dans ce groupe depuis lors lorsque ceux-ci sont connus publiquement avec un tel degré de précision qu'un gestionnaire normalement diligent ne peut les ignorer.

Lors de l'élaboration de la loi de 2002, le législateur luxembourgeois a considéré qu'il faudrait probablement adopter une approche raisonnable sur base de la notion d'obligation de moyens pour apprécier le respect des restrictions d'investissement lorsqu'il s'agit de les appliquer au niveau d'un groupe de sociétés<sup>59</sup>.

<sup>57</sup> Le lecteur peut utilement se référer au *Guide des comptes annuels pour le Luxembourg*, livre 2, « Les comptes consolidés », Éd. Kluwer.

<sup>58</sup> *Doc. parl.* 5033/1, Avis du Conseil d'État, p. 22.

<sup>59</sup> Projet de loi n° 5033, session ordinaire 2002-2003, commentaire des articles, p. 56/57. Cet avis est partagé par le Conseil d'État, *Doc. parl.* 5033/1, Avis du Conseil d'État, p. 22.

## SECTION 3

*Fonds indiciels*

46-36. Les organismes de placement collectif dont la politique consiste à reproduire un indice de référence peuvent éprouver certaines difficultés à observer les règles de répartition des risques. Deux restrictions sont particulièrement problématiques lorsque la composition d'un indice reflète la prépondérance de certains émetteurs. Il s'agit de la limitation de 10 % des actifs nets investis dans les valeurs mobilières émises par un même émetteur et plus encore de la règle soumettant à une limite de 40 % des actifs nets la somme des investissements dans les valeurs mobilières émises par un même émetteur qui dépassent 5 % des actifs nets.

L'article 44 de la loi de 2002 introduit la souplesse nécessaire. La limite de 10 % peut être portée à 20 % pour les placements en actions et/ou en obligations émises par une même entité, lorsque le prospectus de l'OPCVM concerné prévoit une politique de placement qui a pour objet de reproduire la composition d'un indice d'actions ou d'obligations déterminé.

Une flexibilité supplémentaire permet de porter, pour un seul émetteur, la limite à 35 % lorsque cela s'avère justifié par des conditions exceptionnelles sur les marchés dominés par une valeur.

46-37. Les auteurs du projet de loi<sup>60</sup> relèvent que « malgré le silence de la directive 2001/108/CE qui ne s'exprime pas expressément sur les limites de placement applicables, pour l'application du présent article, les limites d'investissement prévues à l'article 43 du présent projet de loi ne peuvent trouver application dans le contexte d'un fonds indiciel ». Il s'agit plus précisément de la règle figurant à l'article 43 (2) de la loi de 2002, selon laquelle « la valeur totale des valeurs mobilières et des instruments du marché monétaire détenus par un OPCVM auprès des émetteurs dans chacun desquels il investit plus de 5 % de ses actifs ne peut dépasser 40 % de la valeur de ses actifs ». Exiger le respect de cette règle revient en effet à mettre à néant la flexibilité accordée aux fonds indiciels. En indiquant que « les limites prévues à l'article 43 sont portées à 20 % », l'article 44 ne vise donc pas seulement à augmenter la limite de 10 % contenue à l'article 43 (1), mais bien à remplacer toutes les limites de l'article 43 par une limite de 20 %.

Les auteurs du projet de loi indiquent, erronément cette fois, que la dérogation permettant de porter la limite à 35 % « ne pourra être utilisée qu'une seule fois ». Le Conseil d'État remarque très justement que ni le texte de la directive ni le texte du projet de loi ne prévoient cette restriction additionnelle<sup>61</sup>. Il y a clairement confusion avec le fait que la dérogation n'est permise que pour un seul émetteur à la fois.

<sup>60</sup> Projet de loi n° 5033, session ordinaire 2002-2003, commentaire des articles, p. 57.

<sup>61</sup> *Doc. parl.* 5033/1, Avis du Conseil d'État, p. 22.

46-38. L'indice reproduit par l'OPCVM doit être approuvé par l'autorité de contrôle luxembourgeoise sur les bases suivantes :

- la composition de l'indice doit être suffisamment diversifiée;
- l'indice doit constituer un étalon représentatif du marché auquel il se réfère;
- l'indice doit faire l'objet d'une publication appropriée.

46-39. Malgré la référence aux instruments du marché monétaire au second alinéa de l'article 44, seuls les indices d'actions ou d'obligations<sup>62</sup> peuvent bénéficier des dérogations à 20 % et 35 %. Ce n'est donc pas le cas des indices d'organismes de placement collectif<sup>63</sup>, ni des indices sur instruments du marché monétaire, ni des indices sur warrants<sup>64</sup>.

L'article 44 de la loi de 2002 ne semble pas s'appliquer aux OPCVM dont la politique consiste à suivre un indice et non à le reproduire<sup>65</sup>.

#### SECTION 4

### *Filiales de sociétés d'investissement*

46-40. L'article 48 (1) de la loi de 2002 contient la règle de contrôle qui empêche un OPCVM d'acquérir des actions assorties du droit de vote de façon à exercer une influence notable sur la gestion d'un émetteur. L'article 48 (3) (e) prévoit une dérogation quant aux actions détenues par un OPCVM dans le capital de sociétés filiales.

Sur base de l'article 45 (3) (e) de la loi de 1988 et sous un certain nombre de conditions strictes, l'autorité de contrôle luxembourgeoise a autorisé des OPCVM à opérer leurs investissements en valeurs mobilières à travers des filiales détenues à 100 %.

<sup>62</sup> Tels que ces termes sont définis à l'article 1 (26) de la loi de 2002 sous « valeurs mobilières ».

<sup>63</sup> L'article 44 ne déroge qu'aux restrictions contenues à l'article 43 et non à celles prévues à l'article 46.

<sup>64</sup> Qui sont inclus dans la définition de « valeurs mobilières » par l'article 1 (26) de la loi de 2002 sous les termes « toutes les autres valeurs négociables donnant le droit d'acquérir de telles valeurs mobilières par voie de souscription ou d'échange », mais qui ne sont donc ni des actions ni des obligations comme l'exige l'article 44 (1) de la loi de 2002.

<sup>65</sup> Malgré une prise de position en ce sens de la Banque centrale européenne (*J.O.C.E.*, Avis de la Banque centrale européenne du 16 mars 1999, C 285/9 du 7 octobre 1999), une proposition de compromis présentée par la présidence française le 5 septembre 2000 visant à couvrir les OPCVM dont la politique a pour objet de reproduire ou refléter (*replicate or mirror*) la composition d'un indice, a finalement été rejetée.

**46-41.** Le cas du Fleming Flagship Fund a donné lieu à une importante application jurisprudentielle par un arrêt du Conseil d'État belge du 4 juin 1997<sup>66</sup>. Un compartiment de cet OPCVM investissait en valeurs mobilières indiennes à travers une filiale établie à l'île Maurice bénéficiant des dispositions de la convention contre la double imposition existant entre l'Inde et l'île Maurice. Lors de la demande de Fleming Flagship Fund de voir ce compartiment inscrit sur la liste des organismes de placement collectif visée à l'article 137 de la loi belge, inscription qui permet la commercialisation des actions de ce compartiment en Belgique, l'autorité de contrôle belge décida d'interdire cette commercialisation au motif que les règles de répartition des risques ne sont pas respectées puisque le compartiment investit la quasi-totalité de ses avoirs dans une seule société.

L'autorité de contrôle luxembourgeoise considérait, pour sa part, que ces règles étaient observées par le fait que la filiale mauricienne s'y conformait, n'étant qu'un moyen d'investissement intermédiaire permettant l'obtention de meilleures conditions d'investissement sur le plan fiscal.

Le Conseil d'État refusa de s'engager dans une discussion sur le fond du problème, annulant la décision au motif que l'agrément obtenu par la requérante au Luxembourg vaut pour tous les États membres et que ceux-ci ne peuvent contester la conformité d'un OPCVM avec la directive 85/611/CEE qu'en mettant en œuvre les formes de coopération prévues aux articles 50 et 53 de cette directive ou en saisissant la Cour de justice des Communautés européennes en application de l'article 227 CE.

**46-42.** La question de la compatibilité de l'investissement à travers des filiales avec les dispositions de la directive 85/611/CEE a fait l'objet d'un âpre débat qui a résulté dans une modification par la directive 2001/108/CE de la disposition dont l'article 48 (3) (e) est la transposition.

La nouvelle formulation prévoit que la règle de contrôle visée à l'article 48 (1) et (2) ne s'applique pas en ce qui concerne « les actions détenues par une ou plusieurs sociétés d'investissement dans le capital de sociétés filiales exerçant uniquement au profit exclusif de celles-ci des activités de gestion, de conseil ou de commercialisation dans le pays ou la filiale est située en ce qui concerne le rachat de parts à la demande des porteurs »<sup>67</sup>.

Le sens de la nouvelle formulation n'est pas évident et la version anglaise de la directive n'apporte pas d'éclaircissement. En outre, le 15<sup>e</sup> considérant de la directive 2001/108/CE se cantonne à des généralités.

<sup>66</sup> Conseil d'État de Belgique, section administration, n° 66556, arrêt publié et commenté dans la *Revue de la Banque*, 1997, p. 593, note M. TISON, et au Luxembourg dans le *Bulletin Droit et Banque*, n° 27, mai 1998, p. 37, note A. ELVINGER.

<sup>67</sup> Le texte de la loi de 1988 est formulé comme suit : « [...] les actions détenues par une société d'investissement dans le capital de sociétés filiales exerçant exclusivement au profit de celles-ci certaines activités de gestion, de conseil ou de commercialisation ».

Il est intéressant de noter que l'article 1, 4, de la directive 85/611/CEE n'a pas été modifié. Cet article prévoit que « ne sont cependant pas soumises à la présente directive les sociétés d'investissement dont les actifs sont investis par l'intermédiaire de sociétés filiales principalement dans des biens autres que des valeurs mobilières ». Une lecture *a contrario* semble permettre l'investissement par l'intermédiaire de filiales dans des valeurs mobilières.

En l'absence d'une interdiction claire d'investir à travers des filiales, il convient d'attendre la position qu'adoptera l'autorité de contrôle luxembourgeoise sur la question.

### CHAPITRE 3

## Mise en application de la directive 2001/108/CE

**46-43.** Les règles contenues dans la loi de 1988 ont été précisées et clarifiées par la circulaire IML 91/75 du 21 janvier 1991. Une telle circulaire devra nécessairement être adoptée dans le cadre de la loi de 2002.

Prenant en compte la date rapprochée à laquelle les directives 2001/107/CE et 2001/108/CE doivent être transposées dans les droits nationaux, l'autorité de contrôle luxembourgeoise a publié deux circulaires, l'une traitant de la classification des organismes de placement collectif soumis aux dispositions de la loi de 2002 et l'autre des dispositions transitoires en la matière.

### SECTION 1

#### *Circulaire CSSF 03/88*

**46-44.** La circulaire CSSF 03/88 clarifie la classification des organismes de placement collectif soumis aux dispositions de la loi de 2002<sup>68</sup> en adaptant au nouvel environnement législatif les règles contenues au chapitre C de la circulaire IML 91/75.

La loi de 1988 et la loi de 2002 présentent une structure identique qui comprend une division par parties.

La partie I de la loi de 2002 s'applique en principe à tous les organismes de placement collectif luxembourgeois dont l'objet exclusif est le placement en valeurs mobilières et/ou d'autres actifs financiers liquides visés à l'article 41 (1) de la loi. L'élément déterminant reste donc, comme sous la loi de 1988, l'objet

<sup>68</sup> Circulaire CSSF 03/88 relative à la classification des organismes de placement collectif soumis aux dispositions de la loi du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif.

de l'investissement projeté, bien que le caractère ouvert de l'organisme de placement collectif et l'appel à l'épargne publique par le moyen d'offres publiques ou privées restent aussi des caractéristiques indispensables pour chaque OPCVM.

La partie II de la loi de 2002 s'applique à tous les organismes de placement collectif dont l'objet principal est l'investissement en valeurs autres que celles visées à l'article 41 (1) de la loi de 2002 et aux organismes de placement collectif qui, bien qu'investissant en conformité avec l'article 41 (1), sont exclus de la partie I parce que tombant dans un des cas d'exclusion prévus par l'article 3 de la loi de 2002. Ces cas sont, quant à leur libellé, identiques à ceux de la loi de 1988.

Alors que l'interprétation des cas d'exclusion donnée par l'autorité de contrôle luxembourgeoise aux trois premiers tirets de l'article 3 de la circulaire 03/88 est restée pratiquement inchangée (voy. i) à iii) ci-dessous), la circulaire innove quant à l'interprétation du quatrième tiret (voy. iv) ci-dessous).

**46-45.** Les organismes de placement collectif exclus du champ d'application de la partie I par la loi de 2002 et la circulaire CSSF 03/88 sont :

- i) Les organismes de placement collectif de type fermé qui ne rachètent pas leurs parts ou actions directement ou indirectement à la demande des investisseurs exerçant un droit de rachat.

La circulaire CSSF 03/88 note que des organismes de placement collectif temporairement fermés au rachat ne peuvent se prévaloir de ce critère d'exclusion que pour la durée de la fermeture effective de l'organisme.

La notion de rachat est à apprécier au regard des dispositions de la partie I de la loi de 2002 exigeant en principe une possibilité de rachat au moins deux fois par mois. L'autorité de contrôle luxembourgeoise a confirmé qu'un organisme de placement collectif ne rachetant ses titres que quatre fois par an serait à considérer comme organisme de placement collectif de type fermé pour les besoins de cette règle.

- ii) Les organismes de placement collectif qui recueillent des capitaux sans promouvoir la vente de leurs parts ou actions auprès du public dans l'Union européenne ou dans toute partie de celle-ci.

Un organisme de placement collectif désirant se prévaloir de ce critère afin d'être soumis à la partie II de la loi de 2002 peut uniquement distribuer ses parts ou actions (i) par le biais d'une offre publique ou privée dans des pays ne faisant pas partie de l'Union européenne ou (ii) au moyen d'un placement privé à l'intérieur de l'Union européenne.

Ce critère, qui est de loin celui qui est le plus souvent utilisé afin d'éviter les restrictions d'investissement contraignantes de la partie I, n'est donc pas disponible aux organismes de placement collectif qui désirent être

enregistrés auprès de l'autorité de contrôle d'un pays de l'Union européenne pour permettre la vente des ses parts ou actions dans ce pays<sup>69</sup>.

Tout organisme de placement collectif luxembourgeois peut procéder à une offre publique au Luxembourg dès qu'il est inscrit sur la liste officielle tenue par l'autorité de contrôle conformément à l'article 72 (1) de la loi de 1988 ou à l'article 94 (1) de la loi de 2002, qu'il soit soumis à la partie I ou à la partie II d'une de ces lois. L'autorité de contrôle luxembourgeoise semble admettre qu'une offre publique au Luxembourg n'est pas exclue par le présent critère de soumission à la partie II.

- iii) Les organismes de placement collectif dont la vente des parts ou actions est réservée par leurs documents constitutifs au public de pays ne faisant pas partie de l'Union européenne.

Ce critère doit nécessairement figurer dans le règlement de gestion ou les statuts de l'organisme de placement collectif concerné. La circulaire CSSF 03/88 rappelle également qu'une cotation à la Bourse de Luxembourg n'est pas incompatible avec ce critère d'exclusion.

- iv) Les catégories d'organismes de placement collectif déterminées par l'autorité de contrôle luxembourgeoise pour lesquelles les règles de la loi de 2002 sur les politiques de placement et les restrictions d'investissement des OPCVM sont inappropriées.

**46-46.** C'est au niveau de cette dernière catégorie que les modifications par rapport au chapitre C de la circulaire IML 91/75 sont les plus sensibles. Le domaine d'investissement des OPCVM ayant été considérablement élargi, il était nécessaire de limiter et de redéfinir les critères d'exclusion de la partie I de la loi de 2002. C'est ainsi que les catégories figurant sous la section II 4.4 à 4.6 de ce chapitre C ne sont plus reprises car maintenant couvertes par la partie I de la loi de 2002. Il s'agissait des organismes de placement collectif plaçant au moins 20 % de leurs actifs nets dans d'autres organismes de placement collectif de type ouvert, au moins 20 % de leurs actifs nets dans des instruments du marché monétaire ou au moins 50 % de leurs actifs nets en liquidités.

Restent cependant visés par l'exclusion :

- 1) Les organismes de placement collectif dont la politique d'investissement permet le placement de 20 % ou plus de leurs actifs nets dans des valeurs autres que des valeurs mobilières et/ou autres actifs financiers liquides visés à l'article 41 (1) de la loi de 2002.

Ces valeurs peuvent, par exemple, être des parts ou actions d'organismes de placement collectif qui ne sont ni des OPCVM ni des autres OPC tels que

<sup>69</sup> Il pourrait être soutenu, sur base de la formulation de la loi, qu'un organisme de placement collectif qui est enregistré auprès de l'autorité de contrôle d'un pays de l'Union européenne, mais qui ne procède pas à la promotion de ses parts ou actions dans ce pays peut invoquer ce critère afin d'être soumis à la partie II de la loi de 2002.

définis à l'article 41 (1) (e) de la loi de 2002<sup>70</sup>, des titres non cotés ou des valeurs immobilières.

- 2) Les organismes de placement collectif dont la politique d'investissement permet le placement de 20 % ou plus de leurs actifs nets dans des capitaux à risques élevés.

Par placement dans des capitaux à risques élevés, on entend le placement dans des titres de sociétés qui ont été nouvellement créées ou qui se trouvent toujours en voie de développement.

- 3) Les organismes de placement collectif dont la politique d'investissement permet de contracter de manière permanente et pour des besoins d'investissement des emprunts pour au moins 25 % de leurs actifs nets.

- 4) Les organismes de placement collectif à compartiments multiples dont un compartiment ne relève pas de la partie I de la loi de 2002 en raison de sa politique de placement ou d'emprunt.

Cette disposition reprend la règle selon laquelle il n'est pas permis de créer un compartiment ne relevant pas de la partie I au sein d'un organisme de placement collectif à compartiments multiples soumis à cette partie I<sup>71</sup>.

Il existe un élément de distinction essentiel entre la formulation du texte de la circulaire CSSF 03/88 et les dispositions parallèles de la circulaire IML 91/75. Sous la circulaire CSSF 03/88, il suffit, pour les points 1 à 3 ci-dessus, que la politique d'investissement de l'organisme de placement collectif, telle que décrite dans son prospectus, *permette* d'investir ou d'emprunter pour un montant supérieur ou égal aux limites fixées pour que l'organisme de placement collectif soit éligible sous le critère d'exclusion. Un investissement permanent au-dessus des seuils fixés n'est donc plus requis comme sous la circulaire IML 91/75. En d'autres termes, il n'est plus nécessaire qu'un organisme de placement collectif emprunte à tout moment un montant au moins équivalent à 25 % de ses actifs nets pour tomber sous le critère d'exclusion concerné; il suffit que son prospectus lui permette d'emprunter un tel montant.

46-47. Malgré cette flexibilité accrue, de nombreux problèmes continuent à se poser. En effet, certains organismes de placement collectif qui investissent dans des actifs éligibles sous la partie I désirent pouvoir bénéficier de restrictions d'investissement moins contraignantes que celles applicables aux OPCVM. Il leur faut donc adopter artificiellement un critère d'exclusion prévu par la circulaire CSSF 03/88.

<sup>70</sup> Voy. chapitre 1, 3, *supra*.

<sup>71</sup> Sous la circulaire IML 91/75, cette règle est justifiée par l'article 111 (2) de la loi de 1988, qui stipule que les organismes de placement collectif à compartiments multiples constituent une seule et même entité juridique. Cette disposition n'est pas reprise à l'article 133 (1) de la loi de 2002.

46-48. Alors qu'on aurait pu penser que le « passeport européen » sous la directive 85/611/CEE devrait être accessible à tous les organismes de placement collectif qui désirent commercialiser leurs parts ou actions dans d'autres pays européens et qui sont, dès lors, disposés à se soumettre aux contraintes imposées par la directive 85/611/CEE, le principe inverse s'applique, à savoir une soumission à la partie I de la loi de 2002 à moins qu'un des critères d'exclusion limitativement énumérés n'ait été choisi.

À titre d'exemple, un fonds de fonds prévoyant des investissements diversifiés dans d'autres OPCVM, mais voulant garder la flexibilité d'investir jusqu'à 10 % de ses actifs nets dans des fonds poursuivant des stratégies alternatives ne peut se classer sous la partie I de la loi de 2002. Il ne remplit cependant pas de ce seul fait un critère d'exclusion de la partie I contenu dans la circulaire CSSF 03/88 et il lui faudra par exemple prévoir qu'il ne fera pas la promotion de ses parts ou actions auprès du public dans l'Union européenne.

46-49. L'autorité de contrôle luxembourgeoise a indiqué son intention d'interpréter ces dispositions de façon flexible, mais dans les limites de l'article 3 de la loi de 2002 qui transpose fidèlement la disposition en la matière contenue dans la directive 2001/108/CE. Plusieurs incertitudes demeurent.

N'a pas encore été tranchée la question de savoir si l'existence d'un compartiment approuvé par l'autorité de contrôle luxembourgeoise avec les caractéristiques d'un fonds soumis à la partie II, mais qui n'est pas encore activé, permet de soumettre l'ensemble de l'organisme de placement collectif à compartiments multiples à la partie II.

De même, il semble possible d'obtenir de la part de l'autorité de contrôle des dérogations à la circulaire CSSF 03/88 pour les organismes de placement collectif dont la politique prévoit la possibilité d'investir un certain pourcentage (inférieur aux 20 % prévus par la circulaire) dans des actifs non éligibles.

Cette dérogation pourrait se justifier sur base du quatrième tiret de l'article 3 de la loi de 2002. En effet, il y est indiqué que ne seront pas soumis à la partie I, « les catégories d'OPCVM fixées par la CSSF, pour lesquelles les règles prévues au chapitre 5 sont inappropriées compte tenu de leur politique de placement et d'emprunt ». De cette formulation large, l'autorité de contrôle a tiré les critères d'exclusion de la partie I contenus dans la circulaire CSSF 03/88 au point III, 4. Les cas d'exclusion prévus aux points 4.1 et 4.2 de la circulaire 03/88 ont été libellés par référence à des actifs non éligibles pour un OPCVM. Aucun des critères d'exclusion mentionnés dans la circulaire n'est libellé par rapport à des restrictions d'investissement qui ne seraient pas appropriées par rapport à celles imposées par la loi pour les OPCVM.

Or il apparaît que le libellé de l'article 3, quatrième tiret, permet d'accepter des critères d'exclusion non seulement par rapport à des actifs non éligibles, mais aussi par rapport à des restrictions d'investissement qui ne sont pas appropriées

pour l'organisme de placement collectif concerné. En effet, cette disposition de la loi prévoit qu'il faut tenir compte de la « politique de placement et d'emprunt » de l'OPCVM concerné. Les termes « politiques de placement », au vu du titre du chapitre 5 (« Politique de placement d'un OPCVM ») et du contenu de ce chapitre, ne vise pas seulement les actifs éligibles, mais également les restrictions qualitatives et quantitatives prévues dans ce même chapitre.

À titre d'exemple, si la possibilité de pouvoir investir 10 % des actifs nets dans des fonds immobiliers ou des fonds poursuivant des stratégies alternatives fait partie intégrante de la politique d'investissement de l'organisme de placement collectif, il faut alors en conclure que les règles prévues au chapitre 5 sont inappropriées au vu de sa politique de placement, celui-ci investissant dans un actif non éligible.

**46-50.** Sur base du même raisonnement, l'autorité de contrôle a accordé une dérogation à la circulaire 03/88 pour les organismes de placement collectif dont la politique consiste à investir un pourcentage élevé de leurs avoirs dans des actifs éligibles pour lesquels les restrictions d'investissement applicables aux OPCVM sont inappropriées.

Il s'agissait en l'occurrence d'un organisme de placement collectif dont la politique consiste à investir dans un ou plusieurs compartiments de trois OPCVM de droit irlandais au sein desquels n'est pas assuré le principe de la ségrégation des engagements des différents compartiments à l'égard des tiers. La restriction figurant dans le chapitre « Politique de placement d'un OPCVM », selon laquelle un OPCVM ne peut pas investir plus de 20 % de ses actifs nets dans un autre OPCVM, est donc manifestement inappropriée.

Le critère partie II accepté par l'autorité de contrôle a été formulé comme suit : « Le fonds est enregistré sous la partie II de la loi du 20 décembre 2002 relative aux organismes de placement collectif car les règles prévues au chapitre 5 de cette loi sont inappropriées compte tenu de la politique de placement du fonds et plus particulièrement parce que la politique de placement de tous les sous-fonds ou de certains d'entre eux permet l'investissement de plus de 20 % de leurs actifs nets dans un OPCVM. ».

Il était primordial que l'autorité de contrôle fasse preuve de flexibilité dans l'application de l'article 3 de la loi de 2002. Cela permettra aux organismes de placement collectif actuellement soumis à la partie II de la loi de 1988 de se soumettre à la partie II de la loi de 2002 lorsqu'ils désirent bénéficier de restrictions d'investissement plus flexibles que celles prévues pour les OPCVM.

## SECTION 2

*Circulaire CSSF 03/87*

46-51. L'autorité de contrôle luxembourgeoise a clarifié par voie de circulaire les dispositions transitoires de la loi de 2002<sup>72</sup>.

Les dispositions transitoires essentielles concernant la directive 2001/108/CE sont les suivantes :

- les OPCVM assujettis à la partie I de la loi de 1988, créés avant le 13 février 2002<sup>73</sup>, peuvent choisir jusqu'au 13 février 2007 (date à laquelle la période transitoire prend fin) soit de se soumettre aux dispositions de la loi de 2002, soit de continuer à fonctionner sous la loi de 1988.

Les OPCVM faisant le second choix peuvent fonctionner jusqu'à la fin de la période transitoire comme organismes de placement collectif investissant uniquement en valeurs mobilières sous les dispositions de la loi de 1988. Ces OPCVM peuvent ainsi continuer à créer et commercialiser de nouveaux compartiments sous les dispositions de la loi de 1988 jusqu'à la fin de la période transitoire. Ils peuvent décider, pour l'ensemble de leurs compartiments, de se soumettre volontairement aux dispositions de la loi de 2002 à tout moment de la période transitoire.

Ces OPCVM seront de plein droit régis par la loi de 2002 avec effet au 13 février 2007 ;

- les OPCVM assujettis à la partie I de la loi de 1988, créés après le 13 février 2002<sup>74</sup>, seront de plein droit régis par la partie I de la loi de 2002 dès le 13 février 2004, à moins qu'ils n'aient choisi de s'y soumettre volontairement avant cette date ;
- la soumission à la partie I de la loi de 2002 implique, d'une part, la possibilité de bénéficier de la flexibilité apportée par la directive 2001/108/CE : il sera possible de modifier les politiques et les restrictions d'investissement existantes et de créer de nouveaux compartiments afin d'investir dans les nouveaux actifs éligibles<sup>75</sup>. Cette soumission implique, d'autre part,

<sup>72</sup> Circulaire CSSF 03/87 relative à l'entrée en vigueur de la loi du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif.

<sup>73</sup> La circulaire CSSF 03/87 précise que le mot « créé » désigne, pour les sociétés d'investissement à capital variable, la date de leur constitution devant notaire et, pour les fonds communs de placement, la date de la signature de leur règlement de gestion ou de l'entrée en vigueur de celui-ci. La CSSF a confirmé que la transformation en société d'investissement à capital variable entre le 13 février 2002 et le 13 février 2004 d'un fonds commun de placement créé sous la partie I avant le 13 février 2002 n'est pas à considérer comme la création d'un nouvel OPCVM pour les besoins de la circulaire 03/88.

<sup>74</sup> Ceci concerne également les organismes de placement collectif initialement constitués sous la partie II de la loi de 1988 et transformés en OPCVM après le 13 février 2002.

<sup>75</sup> En cas de modification substantielle de la politique et/ou des restrictions d'investissement, il est probable que la CSSF exige que les investisseurs reçoivent un préavis d'un mois avant la prise d'effet des changements afin qu'ils puissent demander le rachat de leurs parts, sans frais, durant cette période.

l'obligation de se conformer aux nouvelles restrictions d'investissement<sup>76</sup> tant du point de vue du prospectus que de la composition du portefeuille, même en l'absence d'un changement de politique d'investissement. Les organismes de placement collectif soumis à la partie II de la loi de 1988 ont jusqu'au 13 février 2004 pour se conformer aux dispositions de la partie II de la loi de 2002, à moins d'être requalifiés d'office en OPCVM s'ils ne bénéficient plus d'un des critères d'exclusion énumérés ci-avant<sup>77</sup>.

Sont concernés par le risque de requalification, les organismes de placement collectif dont le critère partie II n'est plus disponible sous la loi de 2002<sup>78</sup>, c'est-à-dire principalement ceux investissant en instruments du marché monétaire ou dans d'autres organismes de placement collectif de type ouvert. Certains promoteurs seront heureux de pouvoir soumettre ces organismes de placement collectif à la partie I de la loi de 2002 de façon à bénéficier des facilités d'enregistrement des OPCVM dans les autres États membres de l'Union européenne.

D'autres ne seront pas disposés à accepter les contraintes de la partie I en matière de restrictions d'investissement, de nouvelles exigences pour les sociétés de gestion et d'établissement d'un prospectus simplifié. Il leur faudra donc soumettre l'organisme de placement collectif concerné à un nouveau critère partie II avant le 13 février 2004.

Il est important de noter que les dispositions transitoires concernant la directive 2001/108/CE sont indépendantes de celles qui sont applicables aux sociétés de gestion et aux sociétés à capital variable autogérées telles que prévues par la directive 2001/107/CE.

## Conclusion

**46-52.** La diligence dont le législateur luxembourgeois a fait preuve en 1988 lors de la transposition de la directive 85/611/CEE a contribué à l'essor du secteur financier<sup>79</sup>. Premier État membre à transposer les directives 2001/107/CE et 2001/108/CE, le Luxembourg a voulu permettre aux acteurs de la place financière de bénéficier du plus de temps possible pour s'adapter au nouvel environnement et de pouvoir présenter, dès le 13 février 2004, l'éventail entier des nouveaux produits<sup>80</sup>.

<sup>76</sup> Il s'agit principalement du plafond cumulé et du plafond par groupe (voy. chapitre 2, sections 1 et 2), mais aussi des nouvelles restrictions relatives à l'investissement dans des actifs nouvellement éligibles (voy. chapitre 1) et aux filiales de sociétés d'investissement (voy. chapitre 2, section 4).

<sup>77</sup> Voy. chapitre 3, section 1, paragraphe 45.

<sup>78</sup> Voy. chapitre 3, section 1, paragraphe 46.

<sup>79</sup> *Doc. parl.* 5033/2, Avis de la Chambre de commerce, p. 2.

<sup>80</sup> *Doc. parl.* 5033/1, Avis du Conseil d'État, p. 13.

**46-53.** Il est vraisemblable que l'introduction de nouveaux actifs éligibles va augmenter le nombre d'OPCVM. De nombreux organismes de placement collectif créés sous la partie II de la loi de 1988 pourront dorénavant se soumettre à la partie I de la loi de 2002 et bénéficier du « passeport européen » leur assurant la possibilité de distribuer leurs parts à travers l'Union européenne. Les restructurations concerneront principalement des fonds du marché monétaire et des fonds de fonds.

La perspective de pouvoir distribuer les parts d'OPCVM dans les nouveaux pays adhérents à l'Union européenne renforcera l'attrait pour les OPCVM. L'expérience et le savoir-faire des professionnels luxembourgeois en matière d'organismes de placement collectif ainsi qu'une réelle flexibilité réglementaire devraient conforter certains grands promoteurs dans leur choix d'établir au Luxembourg leur gamme paneuropéenne de fonds d'investissement<sup>81</sup>.

**46-54.** Les défis sont cependant nombreux, à commencer par ceux liés aux nouvelles exigences fixées par la directive 2001/107/CE en matière de sociétés de gestion et à l'entrée en vigueur de la directive 2003/48/CE sur la fiscalité des revenus de l'épargne<sup>82</sup>.

La plupart de ces défis devront être assumés par l'autorité de contrôle. Il lui faudra non seulement réglementer sur plusieurs fronts, mais également faire face à un surcroît de travail important sur les dossiers individuels : transformations d'OPCVM et de fonds partie II dans le cadre des nouvelles directives ; introduction du prospectus simplifié pour tous les OPCVM<sup>83</sup> ; mise en application des nouvelles règles relatives aux sociétés de gestion.

Contrairement à ce qui s'était passé dans le cadre de la transposition de la directive 85/611/CEE, la Commission européenne et le comité de contact<sup>84</sup> tentent d'imposer une interprétation uniforme des termes des directives 2002/107/CE et 2002/108/CE<sup>85</sup>. Bénéfique au niveau de l'harmonisation

<sup>81</sup> Selon les estimations, près de 75 % des OPCVM dont les parts peuvent être offertes au public dans au moins trois pays européens sont des structures luxembourgeoises.

<sup>82</sup> Directive 2003/48/CE du Conseil en matière de fiscalité des revenus de l'épargne sous forme de paiements d'intérêts, *J.O.C.E.* L 157 du 26 juin 2003.

<sup>83</sup> Contrairement à ce que prévoit la loi de 2002, la directive 2001/107/CE ne contient pas de clause de grand-père pour le prospectus simplifié : tout OPCVM, qu'il ait été créé sous la loi de 1988 ou la loi de 2002, devrait faire approuver un prospectus simplifié pour le 13 février 2004 au plus tard. Cependant la CSSF a décidé de ne pas imposer la production d'un prospectus simplifié pour les OPCVM restant soumis à la loi de 1988.

<sup>84</sup> Ce comité réunit des représentants de la Commission européenne et des différentes autorités de contrôle nationales et a été instauré par l'article 53 de la directive 85/611/CEE. Ses missions ont été élargies par la directive 2001/108/CE.

<sup>85</sup> Le rapporteur de la proposition de directive auprès du Parlement européen a été très critique : « Pour finir, votre rapporteur estime qu'à bien des égards, la proposition aurait pu être mieux formulée, et il espère sincèrement qu'à l'avenir, les trois institutions veilleront davantage à élaborer une législation claire, générale et compréhensible. L'interprétation de certaines dispositions pose quelques problèmes, lesquels, espère-t-on, pourront être éliminés par le comité de contact, sinon avant. »

européenne, cette approche restreint la flexibilité donnée par les textes aux États membres et aux autorités de contrôle nationales. Ainsi, par exemple, le comité de contact n'ayant pas encore pris position en la matière, il a été impossible à la CSSF de définir les nouvelles règles applicables aux instruments financiers dérivés. Cela a certainement joué un rôle dans le fait qu'entre le 1<sup>er</sup> janvier 2003, date de l'entrée en vigueur de la loi de 2002, et le 31 juillet 2003, il n'a été créé aucun OPCVM sous la loi de 2002.

Heureusement, efficacement assistée par les professionnels de la place, l'autorité de contrôle luxembourgeoise a par le passé toujours démontré sa capacité d'adaptation, y compris en privilégiant une réglementation pragmatique et flexible.







