

Luxembourg, le 17 juin 2004

A tous les établissements de crédit, professionnels du secteur financier, organismes de placement collectif luxembourgeois et à ceux qui interviennent dans le fonctionnement et le contrôle de ces organismes

### **CIRCULAIRE 04/146**

**Concerne:** Protection des organismes de placement collectif et de leurs investisseurs contre les pratiques de *Late Trading* et de *Market Timing*

Mesdames, Messieurs,

La présente circulaire vise à protéger les organismes de placement collectif (OPC) et leurs investisseurs contre les pratiques de *Late Trading* et de *Market Timing* décrites ci-après.

A cette fin, elle précise d'abord les mesures protectrices qui sont à adopter par les OPC et certains de leurs prestataires de services. Ces mesures tiennent compte des particularités inhérentes aux OPC luxembourgeois qui sont souvent aussi bien investis que distribués à travers tous les fuseaux horaires et dont la commercialisation se fait fréquemment par des intermédiaires soumis à la surveillance d'une autorité étrangère.

La circulaire établit ensuite des lignes de conduite plus générales à suivre par tous les professionnels soumis à la surveillance de la CSSF.

Finalement, elle étend la mission du réviseur d'entreprises de l'OPC décrite dans la circulaire CSSF 02/81 au titre de la vérification des procédures et contrôles mis en place par l'OPC en vue de protéger l'OPC contre les pratiques de *Late Trading* et de *Market Timing*.

Par **Late Trading**, il faut entendre l'acceptation d'un ordre de souscription, de conversion ou de rachat reçu après l'heure limite d'acceptation des ordres (*cut-off time*) du jour considéré et son exécution au prix basé sur la valeur nette d'inventaire (VNI) applicable à ce même jour.

Par le *Late Trading*, un investisseur peut tirer profit de la connaissance d'événements ou d'informations rendus publics après l'heure limite d'acceptation des ordres, mais qui ne se reflètent pas encore dans le prix que cet investisseur se voit appliquer. Cet investisseur est, par conséquent avantagé par rapport aux investisseurs qui ont respecté l'heure limite officielle. L'avantage de cet investisseur est encore plus important s'il peut combiner le *Late Trading* avec du *Market Timing*.

La pratique du *Late Trading* ne peut être admise car elle enfreint les dispositions des prospectus des OPC qui prévoient qu'un ordre reçu après l'heure limite d'acceptation des ordres est exécuté au prix basé sur la VNI applicable suivante.

N'est pas à considérer comme une opération de *Late Trading*, l'acceptation d'un ordre que l'intermédiaire chargé de la commercialisation de l'OPC transmet à l'agent de transfert de l'OPC après l'heure limite d'acceptation des ordres officielle pour être encore exécuté à la VNI applicable à ce jour, si cet ordre a effectivement été émis par l'investisseur avant l'heure limite. Afin de limiter le risque d'abus, l'agent de transfert de l'OPC doit veiller à ce que cet ordre lui soit transmis endéans un délai raisonnable.

N'est pas non plus à considérer comme une opération de *Late Trading*, l'acceptation d'un ordre traité ou redressé après l'heure limite d'acceptation des ordres en appliquant la VNI applicable à ce jour, si cet ordre a effectivement été émis par l'investisseur avant l'heure limite.

Par **Market Timing**, il faut entendre la technique d'arbitrage par laquelle un investisseur souscrit et rachète ou convertit systématiquement des parts ou actions d'un même OPC dans un court laps de temps en exploitant les décalages horaires et/ou les imperfections ou déficiences du système de détermination de la VNI de l'OPC.

Des opportunités se présentent au *market timer* soit si la VNI de l'OPC est calculée sur base de cours qui ne sont plus à jour (*stale prices*) soit si l'OPC procède déjà au calcul de la VNI alors qu'il est encore possible d'émettre des ordres.

La pratique du *Market Timing* ne peut être admise, car elle peut diminuer la performance de l'OPC à travers une hausse des coûts et/ou entraîner une dilution du profit.

Comme les pratiques de *Late Trading* et de *Market Timing* sont susceptibles d'avoir un impact sur la performance de l'OPC et risquent de léser les investisseurs, les mesures préventives préconisées ci-après sont à appliquer avec le plus grand soin.

## **I. Prévention des pratiques de *Late Trading* et de *Market Timing***

### *a) mesures protectrices à adopter par l'OPC et par certains de ses prestataires de services*

L'investisseur doit en principe souscrire, racheter ou convertir les parts ou actions d'un OPC à VNI inconnue. Cela implique que l'heure limite d'acceptation des ordres doit être fixée antérieurement ou simultanément au moment du calcul de la VNI qui sert de base au prix appliqué (« *forward pricing* »). La fixation d'une heure limite imprécise, par exemple "jusqu'à la fermeture des bureaux", est à proscrire. Le prospectus mentionne expressément le fait que les souscriptions, rachats et conversions se font à VNI inconnue et indique l'heure limite d'acceptation des ordres.

L'agent de transfert de l'OPC veille à recevoir les ordres de souscription, de rachat et de conversion avant l'heure limite d'acceptation des ordres fixée dans le prospectus de l'OPC pour les exécuter au prix basé sur la VNI applicable à ce jour. Il applique aux ordres reçus après cette heure limite le prix basé sur la VNI applicable suivante. Il veille à recevoir dans un délai raisonnable les ordres qui ont effectivement été émis par les investisseurs avant l'heure limite d'acceptation des ordres mais qui lui sont transmis par les intermédiaires chargés de la commercialisation de l'OPC uniquement après cette heure limite.

Afin de pouvoir assurer le respect de l'heure limite d'acceptation des ordres, l'agent de transfert de l'OPC doit se doter de procédures adéquates et effectuer les contrôles nécessaires. L'agent de transfert s'engage envers l'OPC à produire annuellement une attestation de son auditeur ou réviseur relative au respect de l'heure limite d'acceptation des ordres ou à autoriser le réviseur d'entreprises de l'OPC à effectuer ses propres vérifications sur le respect de ladite heure limite.

Lorsque des intermédiaires chargés de la commercialisation de l'OPC sont désignés par l'OPC pour assurer la collecte des ordres et le contrôle de l'heure limite d'acceptation des ordres, l'OPC veille à obtenir de chacun des intermédiaires concernés un engagement contractuel en vertu duquel les intermédiaires s'engagent envers l'OPC à transmettre à l'agent de transfert de l'OPC, pour exécution à la VNI applicable à ce jour, uniquement les ordres qui lui sont parvenus avant cette heure limite.

L'heure limite d'acceptation des ordres, le moment où les cours des titres pris en compte pour le calcul de la VNI sont arrêtés et le moment de calcul de la VNI doivent être agencés de manière à minimiser toute possibilité d'arbitrage tirant profit des décalages horaires et/ou des imperfections/déficiences du système de détermination de la VNI de l'OPC.

Les OPC qui de par leur structure sont susceptibles d'être exposés aux pratiques de *Market Timing* doivent mettre en place des mesures adéquates de protection et/ou de contrôle pour prévenir et écarter de telles pratiques. L'introduction de commissions de souscription, de rachat et de conversion appropriées, une surveillance accrue des opérations et l'évaluation des titres du portefeuille à une « fair value » peuvent, à ce titre, constituer des solutions pour ces OPC.

Le conseil d'administration de l'OPC prend le soin d'analyser ces solutions et d'en assurer ou d'en faire assurer la mise en œuvre.

L'OPC veille à ne pas permettre des opérations qu'il sait ou soupçonne d'être liées à du *Market Timing* et fait ce qui est dans les limites de ses moyens pour écarter ces pratiques.

S'il existe des relations contractuelles formalisées entre l'OPC et des intermédiaires chargés de sa commercialisation, l'OPC veille à obtenir de l'intermédiaire concerné un engagement contractuel en vertu duquel l'intermédiaire s'engage envers l'OPC à ne pas permettre des opérations qu'il sait ou soupçonne d'être liées à du *Market Timing*.

Le prospectus des OPC concernés doit contenir une mention indiquant que l'OPC n'autorise pas les pratiques associées au *Market Timing* et que l'OPC se réserve le droit de rejeter des ordres de souscription et de conversion provenant d'un investisseur que l'OPC suspecte d'employer de telles pratiques et de prendre, le cas échéant, les mesures nécessaires pour protéger les autres investisseurs de l'OPC.

Une attention particulière est à apporter aux ordres de souscription, de conversion ou de rachat provenant du personnel des prestataires de services actifs pour l'OPC ou de toute

personne qui dispose ou est susceptible de disposer d'informations privilégiées (ex. : connaissance de la composition exacte du portefeuille de l'OPC...etc). Ainsi des mesures adéquates sont à adopter par les prestataires de services des OPC en vue d'écarter le risque qu'une telle personne puisse tirer profit de sa situation privilégiée soit directement soit par personne interposée.

*b) lignes de conduite à adopter par tous les professionnels soumis à la surveillance de la CSSF*

La CSSF proscrit tout accord tacite ou exprès qui permet à certains investisseurs de pratiquer du *Late Trading* ou du *Market Timing*.

La CSSF exige de tout professionnel soumis à sa surveillance de s'abstenir des pratiques de *Late Trading* ou de *Market Timing* lorsqu'il investit dans un OPC ou d'exécuter des ordres de souscription ou de conversion de parts ou d'actions d'OPC qu'il sait ou soupçonne d'être liées à du *Late Trading* ou du *Market Timing*.

La CSSF impose à tout professionnel soumis à sa surveillance qui détecte ou a connaissance d'un cas de *Late Trading* ou *Market Timing* d'en informer endéans les meilleurs délais la CSSF en fournissant à cette dernière les informations nécessaires pour pouvoir apprécier la situation.

**II. Protection de l'OPC et des investisseurs en cas de constatation d'opérations de *Late Trading* et/ou de *Market Timing***

Toute personne qui se rend coupable ou qui commet ou favorise sciemment des pratiques, de *Late Trading* ou de *Market Timing* définies par la présente circulaire s'expose à des sanctions ou encore à devoir réparer le dommage causé à l'OPC..

**III. Ajouts apportés à la circulaire CSSF 02/81 relative aux règles pratiques concernant la mission des réviseurs d'entreprises d'OPC**

Le réviseur d'entreprises vérifie les procédures et contrôles mis en place par l'OPC en vue de se protéger contre les pratiques de *Late Trading* et les décrit dans son rapport de

révision. Pour les OPC qui de par leur structure sont susceptibles d'être exposés aux pratiques de *Market Timing*, le réviseur d'entreprises vérifie les mesures et/ou contrôles mis en place par l'OPC en vue de se protéger au mieux contre de telles pratiques et les décrit dans son rapport de révision.

Si au cours de sa mission, le réviseur d'entreprises de l'OPC a eu connaissance d'un cas de *Late Trading* ou de *Market Timing*, il est tenu de l'indiquer dans son rapport de révision.

En cas de dédommagement des investisseurs lésés par des pratiques de *Late Trading* ou de *Market Timing* en cours d'année, le réviseur apprécie dans son rapport de révision si ces investisseurs ont été correctement dédommagés.

Veillez agréer, Mesdames, Messieurs, l'assurance de nos sentiments très distingués.

COMMISSION DE SURVEILLANCE DU SECTEUR FINANCIER

Charles KIEFFER  
Directeur

Arthur PHILIPPE  
Directeur

Jean-Nicolas SCHAUS  
Directeur Général