

COMMISSION de SURVEILLANCE du SECTEUR FINANCIER

CHAPITRE IV

La surveillance prudentielle des organismes de placement collectif

1. L'évolution du secteur des organismes de placement collectif en 1997
2. L'évolution du secteur des organismes de placement collectif en 1998
3. Développements sur le plan de l'organisation de la surveillance prudentielle des OPC
4. L'évolution des politiques et techniques de gestion
5. Aspects particuliers de la surveillance prudentielle des OPC
6. La protection des porteurs de parts



Remarque préliminaire

La section du rapport annuel portant sur l'évolution du secteur des organismes de placement collectif comporte deux parties distinctes. La première partie couvre la période du 1^{er} janvier au 31 décembre 1997 et fournit sur cette période des données statistiques qui n'ont pas encore pu être publiées jusqu'à présent en raison de problèmes techniques. La deuxième partie couvre l'année 1998.

*Les dirigeants du Service Surveillance des Organismes de Placement Collectif
de g. à dr.: Charles Stuyck, Irmine Greischer, Simone Delcourt*

La surveillance prudentielle des organismes de placement collectif

IV.1. Le secteur des organismes de placement collectif en 1997

1. L'évolution générale

Le secteur des organismes de placement collectif (OPC) a connu au cours de l'exercice 1997 une croissance modérée au niveau du

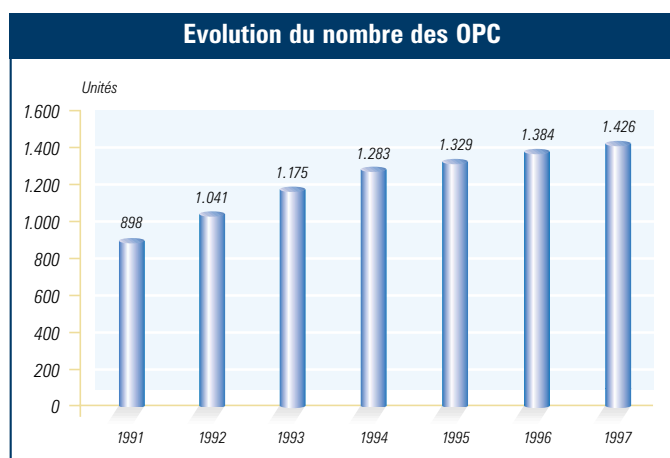
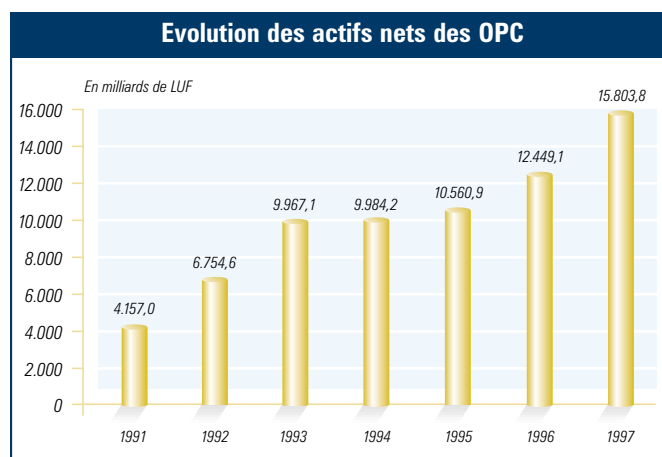
nombre d'OPC en activité et un développement dynamique au niveau des actifs nets gérés. Ainsi, 1.426 OPC étaient inscrits sur la liste officielle au 31 décembre 1997 contre 1.384 à la fin de l'année précédente (+3,0%) et les actifs nets gérés se sont élevés à 15.803,8 milliards de LUF en fin d'année contre 12.449,1 milliards de LUF douze mois plus tôt (+26,9%).

➔ Evolution du nombre et des actifs nets des OPC

en milliards de LUF

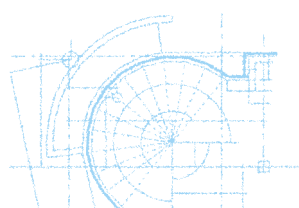
Année	Nombre d'OPC en fin de période	Inscriptions sur la liste	Retraits de la liste	Variation nette par période	en %	Actifs nets en fin de période	Emissions nettes par période	Variation des actifs nets par période	en %	Actifs nets moyens par OPC
1991	898	152	59	93	11,6	4.157,0	955,0	1.242,7	42,6	4,63
1992	1.041	209	66	143	15,9	6.754,6	2.318,9	2.597,6	62,5	6,49
1993	1.175	195	61	134	12,9	9.967,1	1.924,5	3.212,5	47,6	8,48
1994	1.283	200	92	108	9,2	9.984,2	958,5	17,1	0,2	7,78
1995	1.329	166	120	46	3,6	10.560,9	82,4	576,7	5,8	7,95
1996	1.384	182	127	55	4,1	12.449,1	906,4	1.888,2	17,9	9,00
1997	1.426	193	151	42	3,0	15.803,8	2.020,9	3.354,7	26,9	11,08

Avec 42 unités (+3,0%) de plus qu'à la fin de l'année 1996, le nombre d'OPC autorisés a connu une progression modérée au cours de l'année 1997. 193 OPC ont été inscrits sur la liste officielle en 1997, ce qui est comparable aux années précédentes. Le nombre de retraits a augmenté en raison de quelques restructurations et de la venue à échéance de 22 OPC à durée limitée. Depuis quelques années déjà, la création de nouvelles entités se fait plutôt par l'ouverture de nouveaux compartiments au sein de structures existantes que par le lancement de nouvelles entités juridiques. Ainsi, si l'on raisonne en termes de compartiments, l'augmentation pour 1997 est de 22%, ce qui rejoint les taux de progression les plus importants des années 90.



D'une manière générale, la faveur des investisseurs s'est déplacée des fonds monétaires et des fonds obligataires vers les fonds investis en actions. Le niveau relativement bas des taux d'intérêts à court terme et le climat boursier favorable, à l'exception des marchés financiers asiatiques, durant l'ensemble de l'année sont à la base de cette évolution. Par ailleurs, la demande des investisseurs pour des produits plus spéciaux («Laufzeitfonds», fonds à garantie, fonds de fonds, fonds investissant dans les marchés émergents, etc.) s'est confirmée.

Les actifs nets des OPC ont connu une évolution favorable au cours de l'exercice 1997. Le mouvement à la hausse s'est pour-



La surveillance prudentielle des organismes de placement collectif

suivi du début de l'année jusqu'au mois de juillet. Ensuite, les actifs nets des OPC ont connu des mouvements alternés à la hausse et à la baisse pour s'établir finalement à 15.803,8 milliards de LUF en fin d'année, soit une augmentation de 3.354,7 milliards ou de 26,9% par rapport à la fin de l'année précédente.

Cette évolution est due au climat boursier favorable (exception faite des bourses asiatiques) et à un afflux régulier de nouveaux

capitaux vers les OPC luxembourgeois. Les émissions nettes, c'est-à-dire les émissions moins les rachats, ont été positives pendant tous les mois de l'année.

Sur l'ensemble de l'année, les émissions nettes s'élèvent à 2.020,9 milliards de LUF tandis que la variation due à l'évolution des marchés financiers intervient pour 1.333,8 milliards de LUF dans la variation des actifs nets.

► Ventilation des OPC selon leur forme juridique

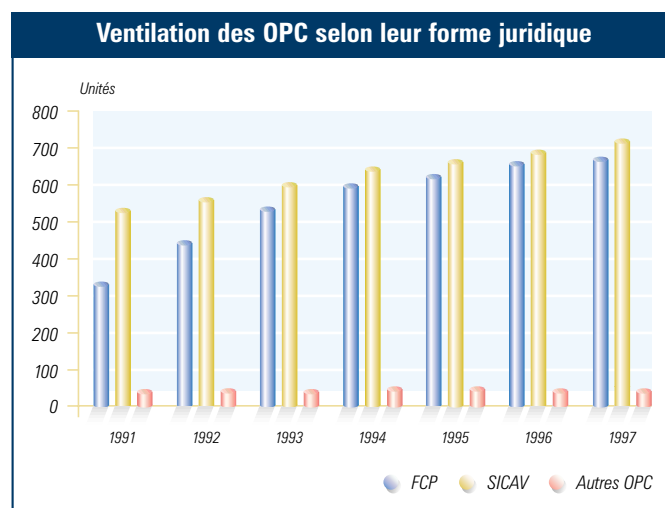
en milliards de LUF

En fin de période	FCP		SICAV		Autres OPC		Total	
	Nombre	Actifs nets	Nombre	Actifs nets	Nombre	Actifs nets	Nombre	Actifs nets
1991	330	2.220,2	530	1.843,5	38	93,3	898	4.157,0
1992	442	4.248,6	559	2.419,4	40	86,6	1.041	6.754,6
1993	534	6.106,1	600	3.727,1	41	133,9	1.175	9.967,1
1994	596	6.218,2	642	3.636,5	45	129,5	1.283	9.984,2
1995	622	6.642,8	662	3.799,1	45	119,0	1.329	10.560,9
1996	656	7.560,7	688	4.754,9	40	133,5	1.384	12.449,1
1997	668	9.075,2	718	6.500,5	40	228,1	1.426	15.803,8

Pour ce qui est des devises d'évaluation utilisées, la plupart des unités sont toujours libellées en dollars américains (1.511 entités sur un total de 4.618), suivies du mark allemand (814 entités), de l'écu (310 entités) et du franc belge (296 entités). En termes d'actifs, les unités libellées en dollars américains regroupent 4.632,2 milliards de LUF du total des 15.803,8 milliards et devançant dans l'ordre celles exprimées en marks allemands, en francs suisses et en francs belges (4.346,8 milliards, 1.754,9 milliards et 821,1 milliards respectivement).

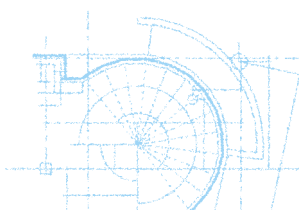
La ventilation des actifs nets des OPC entre fonds communs de placement (FCP), sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) et sociétés d'investissement à capital fixe (SICAF) fait apparaître qu'au 31 décembre 1997, la SICAV était toujours la forme la plus utilisée avec 718 entités sur l'ensemble des 1.426 OPC en activité. Comme le montre le graphique ci-après, les FCP se sont cependant développés beaucoup plus rapidement depuis 1990, leur proportion dans le total des OPC existants étant passée de 33% à 47% sur cette période.

Il semble cependant que l'origine de cette tendance soit à chercher plutôt dans la provenance des promoteurs que dans le succès d'une forme juridique au détriment de l'autre. En effet, les promoteurs choisissent traditionnellement la forme juridique pour leurs OPC qu'ils connaissent le mieux de par leur marché domestique. C'est ainsi que l'activité des promoteurs allemands et suisses pen-



dant les dernières années est à l'origine de la forte progression des FCP par rapport aux SICAV, car ces promoteurs ont presque exclusivement recours à la forme contractuelle pour la constitution de leurs OPC.

Comme les FCP réussissent généralement à collecter des volumes importants, leurs avoirs nets ont progressé parallèlement et dépassent ceux des SICAV en termes absolus pour se fixer à 9.075,2 milliards de LUF, soit 57,4% du total, à la fin de l'année 1997. Les avoirs des SICAV, qui se chiffraient à 6.500,5 milliards de LUF en fin d'année, ont toutefois connu un taux de croissance



La surveillance prudentielle des organismes de placement collectif

largement supérieur à celui des FCP en 1997 (+36,7% contre +20,0%).

Les autres OPC, qui se caractérisent par la fixité de leur capital, ont confirmé leur mouvement à la baisse entamé depuis l'apparition des SICAV en 1983: au 31 décembre 1997, ils n'intervenaient plus que pour 2,8% dans le nombre des OPC en opération et pour 1,4%

dans le montant des actifs nets gérés. Aujourd'hui, cette forme juridique est avant tout utilisée si, pour des impératifs de gestion, il est souhaitable que le capital d'un OPC ne soit pas soumis aux fluctuations inhérentes à celles des FCP ou des SICAV. Tel peut par exemple être le cas pour des OPC qui investissent en capital à risque élevé («venture capital») ou en warrants.

➔ Ventilation des OPC selon les parties I et II de la loi et fonds spéciaux

en milliards de LUF

En fin de période	Partie I		Partie II		Fonds spéciaux	
	Nombre	Actifs nets	Nombre	Actifs nets	Nombre	Actifs nets
1991	687	2.411,7	208	1.742,7	2	2,4
1992	796	4.215,7	233	2.523,1	12	15,8
1993	879	6.656,8	276	3.266,0	20	44,3
1994	946	6.667,7	303	3.260,5	34	56,0
1995	952	6.933,1	335	3.552,8	42	75,0
1996	988	8.440,6	353	3.878,3	43	130,2
1997	980	11.309,9	367	4.122,1	79	371,8

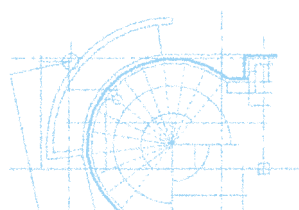
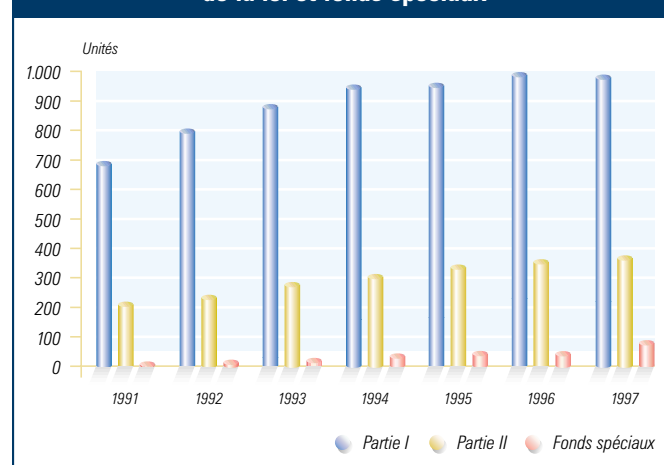
Le tableau ci-dessus reprend la répartition des OPC selon qu'ils tombent dans le champ d'application de la partie I ou II de la loi du 30 mars 1988 ou dans le champ d'application de la loi du 19 juillet 1991.

Les OPC qui relèvent de la partie I de la loi du 30 mars 1988 sont ceux qui se conforment aux dispositions de la directive communautaire relative aux OPCVM et qui peuvent de ce fait se prévaloir des facilités de commercialisation y prévues. La partie II englobe tous les autres OPC commercialisés publiquement tandis que les fonds spéciaux sont des OPC dont les titres ne sont pas destinés au placement dans le public. Du point de vue des dispositions réglementaires et notamment des restrictions en matière de politique de placement qui leur sont applicables, ils s'apparentent néanmoins fortement aux fonds soumis à la partie II de la loi de 1988.

qui veut offrir à ses clients une assurance vie adossée à un fonds d'investissement peuvent avoir intérêt à recourir à ce véhicule. Même sans avoir l'expérience, la compétence et les moyens pour une gestion efficace d'actifs financiers, des investisseurs institutionnels peuvent ainsi profiter d'un investissement géré par des spécialistes agissant dans un cadre réglementaire bien défini avec des responsabilités bien délimitées et offrant un produit adapté à leurs besoins.

Le véhicule du fonds spécial dont l'introduction dans la législation nationale date de juillet 1991 offre la possibilité à un ou plusieurs investisseurs institutionnels de soumettre certains de leurs actifs à la gestion collective et au régime juridique y afférent. Ainsi, par exemple, une entreprise qui se propose d'organiser un fonds de pension complémentaire pour ses salariés, une société qui cherche un moyen adéquat pour gérer ses excédents de trésorerie ou encore une compagnie d'assurance

Ventilation des OPC selon les parties I et II de la loi et fonds spéciaux



La surveillance prudentielle des organismes de placement collectif

Bien que la part des fonds spéciaux dans le total des OPC soit encore relativement peu élevée, ils ont néanmoins connu un développement remarquable au courant de l'année 1997.

En effet, au 31 décembre 1997, 79 fonds spéciaux gérant des actifs nets de 371,8 milliards de LUF ont été inscrits sur la liste officielle. Le nombre de fonds spéciaux a ainsi augmenté de 36 unités par rapport aux 43 fonds spéciaux fin 1996, ce qui constitue une progression de 84%. Les actifs nets gérés se sont également accrus fortement (de 130,2 à 371,8 milliards de LUF, soit + 185%).

En ce qui concerne les OPC publics soumis à la loi du 30 mars 1988, on constate que la répartition entre fonds soumis à la partie I et fonds soumis à la partie II est restée assez stable en 1997. Ainsi, 68,7% de tous les OPC étaient des OPCVM communautaires régis par la partie I de la loi et 25,7% étaient d'autres OPC non admis directement à la libre commercialisation dans les autres pays de l'UE au 31 décembre 1997. Les actifs nets se répartissaient à raison de 71,6% et de 26,1% entre les fonds qui relèvent de la partie I et de la partie II respectivement.

2. L'évolution des OPC à compartiments multiples

À l'instar des années précédentes, les OPC à compartiments multiples ont poursuivi leur rythme de croissance élevée en 1997.

La structure des OPC à compartiments multiples, qui réunit à l'intérieur d'une même entité juridique plusieurs sous-fonds axés sur le placement dans une devise, une région géo-

graphique ou un secteur économique déterminé, permet à l'investisseur de changer l'orientation de son placement sans devoir passer à un autre OPC. Bon nombre de promoteurs offrent à l'intérieur d'une entité toute une panoplie de compartiments investissant en actions, en obligations, en titres du marché monétaire ou même parfois en warrants, permettant ainsi à l'investisseur de profiter des meilleures perspectives de rendement du moment. La structure des OPC à compartiments multiples permet également aux promoteurs de créer des compartiments et de faire bénéficier des avoirs d'une gestion collective qui n'étaient normalement pas assez élevés pour faire l'objet d'une gestion à part dans un fonds à structure classique.

Si le passage d'un compartiment à l'autre devait se faire en principe sans frais pour l'investisseur, il n'est cependant pas rare de voir que les frais effectifs d'un changement de compartiment soient mis à charge de l'investisseur ou même que soit prélevée une commission de conversion similaire à une commission d'entrée et/ou de sortie.

Comme en témoigne le tableau ci-dessous, l'expansion des OPC à compartiments multiples au détriment des OPC à structure classique s'est poursuivie tant en nombre qu'en actifs nets gérés au cours de l'exercice écoulé. La proportion des OPC à compartiments multiples par rapport au total des OPC a augmenté de 45,7% à 49,9% et celle des actifs nets gérés est passée de 71,9% à 75,6% durant l'année 1997.

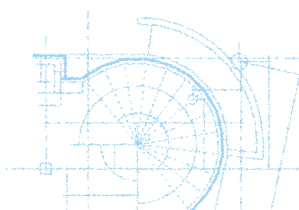
Les OPC à compartiments multiples

en milliards de LUF

En fin de période	Nombre total d'OPC	Nombre d'OPC à comp. multiples	En % du total	Nombre de comp.	Nombre moyen de comp. par OPC à comp. mult.	Nombre total d'unités	Actifs nets des OPC à comp. mult.	En % du total	Actifs nets par compartiment
1991	898	312	34,7	1.398	4,48	1.984	1.890,7	45,5	1,4
1992	1.041	364	35,0	1.660	4,56	2.337	3.100,2	45,9	1,9
1993	1.175	437	37,2	2.037	4,66	2.775	5.251,5	52,7	2,6
1994	1.283	511	39,8	2.490	4,87	3.262	6.117,1	61,3	2,5
1995	1.329	573	43,1	2.841	4,96	3.597	7.036,2	66,6	2,5
1996	1.384	632	45,7	3.187	5,04	3.939	8.954,7	71,9	2,8
1997	1.426	711	49,9	3.903	5,49	4.618	11.945,6	75,6	3,1

Au 31 décembre 1997, 711 OPC sur un total de 1.426 avaient adopté une structure pluri-compartimentale. Au cours de l'exercice 1997, le nombre d'OPC à structure classique a diminué de 752 à 715 unités tandis que le nombre de compartiments en opération

est passé de 3.187 à 3.903 unités. C'est ainsi qu'au 31 décembre 1997, un total de 4.618 unités économiques était en activité, soit 17,2% de plus qu'à la fin de l'année précédente.



La surveillance prudentielle des organismes de placement collectif

Depuis la fin de l'année 1991, le nombre de compartiments est passé de 1.398 à 3.903 (+179%) tandis que le nombre total d'OPC n'a progressé «que» de 898 à 1.426 unités (+59%) dans le même laps de temps. Ceci montre bien l'attrait du concept des compartiments multiples qui est de plus en plus utilisé même par des promoteurs qui avaient plutôt l'habitude de recourir à la structure classique. Le nombre moyen de compartiments par organisme était de 5,49 au 31 décembre 1997, en augmentation constante par rapport aux années précédentes. Derrière ce chiffre se cache toutefois une dispersion très large entre les plus petits et les plus grands OPC: s'il en existe qui fonctionnent avec un seul compartiment ouvert, d'autres regroupent plus de 30 unités différentes.

Avec l'introduction de l'euro, il est à prévoir que le nombre de compartiments va diminuer du fait de regroupements d'entités qui sont axés sur le placement en obligations ou en instruments du marché monétaire libellés en devises de pays qui participent dès le départ à l'union monétaire.

Au 31 décembre 1997, les avoirs nets des OPC à compartiments multiples s'élevaient à 11.945,6 milliards de LUF, soit une augmentation de 2.990,9 milliards ou de 33,4% par rapport à la fin de l'année précédente. Pour comparaison, les actifs nets des OPC se sont accrus de 3.354,7 milliards (soit +26,9%) dans leur ensemble. Avec 3,1 milliards de LUF par compartiment, les avoirs nets moyens ont également augmenté par rapport à l'année précédente, mais se situent toujours largement en dessous de ceux des OPC à structure classique qui totalisaient 5,4 milliards de LUF par unité au 31 décembre 1997.

■ 3. La politique d'investissement des OPC

La bonne tenue de la plupart des marchés financiers en dehors de la zone asiatique et le recul des intérêts à long terme ainsi que le niveau relativement bas des intérêts à court terme dans la plupart des pays industrialisés ont fait que les OPC investissant en actions ont de nouveau connu la faveur des investisseurs en 1997 au détriment des fonds monétaires et de liquidités.

C'est ainsi que les actifs nets des OPC investis en actions ont augmenté de 66% pour se fixer à 3.815,6 milliards de LUF en fin d'année. Les OPC qui suivent une politique d'investissement diversifiée ont progressé de 68% pour se chiffrer à 1.191,3 milliards de LUF au 31 décembre 1997. Les avoirs des fonds monétaires et de liquidités par contre ont baissé de 1,3%, ce qui contraste avec l'augmentation générale des actifs nets qui a été de 27% au cours de l'année 1997.

En chiffres absolus, les actifs nets gérés par les OPC ou les compartiments d'OPC investis en obligations restent les plus importants avec 7.298,3 milliards de LUF (soit 46% du total des actifs nets), suivis des fonds investis en actions (24%), des fonds monétaires et de liquidités (18%), des fonds diversifiés (7%) et des fonds investis en d'autres valeurs (5%). Ces derniers comprennent par exemple des fonds spécialisés dans le placement en des titres non cotés, des fonds immobiliers, des fonds investissant en des produits dérivés, des fonds investissant en des capitaux à risque élevé ou encore des fonds investissant en des parts d'autres OPC. Comme pour les années précédentes, ce sont les «fund of funds» qui ont connu le plus grand succès parmi les fonds de cette catégorie: leur nombre a augmenté de 111 à 154 unités et leurs avoirs sont passés de 99,7 à 184,7 milliards de LUF au cours de l'année passée.

Au niveau de l'évolution des unités (c'est-à-dire le nombre d'OPC à structure classique respectivement de compartiments d'OPC) en opération au cours de l'année 1997, on a pu observer les mêmes tendances que pour les actifs nets gérés: le nombre d'unités investissant en actions a augmenté de 19% en cours d'année, celui des fonds diversifiés a progressé de 30% tandis que le nombre d'unités qui placent leurs avoirs en instruments du marché monétaire ou en liquidités n'a augmenté que de 14% en 1997.

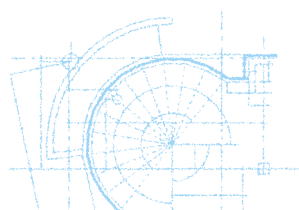
Relevons encore qu'au 31 décembre 1997, 376 unités gérant des avoirs de 2.638,9 milliards de LUF bénéficiaient du taux réduit de 0,02% de la taxe d'abonnement. Par rapport à la fin de l'année 1996, le nombre d'unités concernées est en augmentation de 15 unités tandis que le montant des avoirs gérés a augmenté de 22,2 milliards de LUF.

Fonds investissant dans l'économie luxembourgeoise

En vertu de la loi du 22 décembre 1993 ayant pour objet la relance de l'investissement dans l'intérêt du développement économique (auparavant «loi Rau»), les personnes physiques qui résident au Luxembourg se voient offrir certains avantages fiscaux lorsqu'elles investissent dans des OPC qui placent plus de 75% de leurs avoirs dans des sociétés de capitaux résidentes pleinement imposables.

Les contribuables personnes physiques résidents bénéficient d'un abattement de revenu imposable de 60.000 LUF par an, respectivement de 120.000 LUF par an en cas d'imposition collective, pour l'ensemble des titres acquis conformément à la loi précitée, à condition toutefois que ces titres soient détenus jusqu'à la fin de la 4^e année d'imposition suivant l'année d'acquisition.

Il est évident que de tels fonds ont été lancés ou sont distribués uniquement par les établissements qui ont une clientèle de rési-

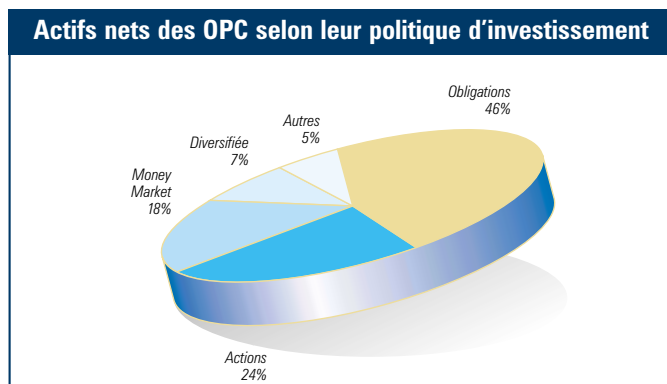


La surveillance prudentielle des organismes de placement collectif

dents luxembourgeois, donc pour l'essentiel les banques à guichet luxembourgeois.

A la fin de l'année 1997, les cinq fonds qui satisfaisaient aux conditions posées par la loi susmentionnée géraient des avoirs de 14,8 milliards de LUF. Par rapport à la fin de 1996, l'augmentation des actifs nets est de 6,1 milliards de LUF (+70%), ce qui témoigne de l'extraordinaire popularité de ces fonds à incitation fiscale auprès des résidents luxembourgeois.

► Politique d'investissement des OPC



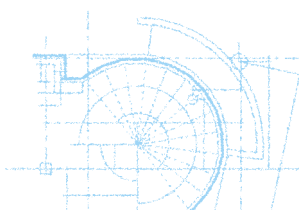
en milliards de LUF

Situation au 31 décembre 1997	Nombre d'unités	Actifs nets	Actifs nets (en %)
OPCVM soumis à la partie I			
- VM ¹ à revenu fixe	1.627	6.885,4	43,6
- VM à revenu variable	1.529	3.463,0	21,9
- VM diversifiées	430	961,5	6,1
OPCVM soumis à la partie II²			
- VM à revenu fixe	111	317,9	2,0
- VM à revenu variable	136	200,4	1,3
- VM diversifiées	57	169,4	1,1
OPCVM soumis à la partie II³			
- capitaux à risque élevé	14	12,9	0,1
- VM non cotées	34	289,5	1,8
- leveraged funds	7	57,9	0,4
- autres OPC du type ouvert	139	163,3	1,0
- instruments du marché monétaire + liquidités	191	2.437,2	15,4
- liquidités	148	345,9	2,2
Autres OPC soumis à la partie II			
- immobilier	8	110,3	0,7
- futures et/ou options	41	16,6	0,1
- autres valeurs	3	0,8	0,0
Fonds spéciaux			
- VM à revenu fixe	38	95,0	0,6
- VM à revenu variable	40	152,2	1,0
- VM diversifiées	30	60,4	0,4
- VM non cotées	4	3,2	0,0
- leveraged funds	2	21,1	0,1
- autres OPC de type ouvert	15	21,4	0,1
- immobilier	2	0,8	0,0
- futures et/ou options	10	14,2	0,1
- instruments du marché monétaire + liquidités	2	3,5	0,0
Total	4.618	15.803,8	100,0

¹ Valeurs mobilières

² Il s'agit des OPCVM exclus de la partie I de la loi du 30 mars 1988 en vertu de l'article 2 tirets 1 à 3, c.-à-d. d'OPCVM fermés au rachat, ne faisant pas de promotion dans l'UE ou dont la vente des parts est réservée au public de pays tiers à l'UE.

³ Il s'agit des OPCVM exclus de la partie I de la loi du 30 mars 1988 en vertu de l'article 2 tiret 4, c.-à-d. des OPCVM qui relèvent d'une des catégories fixées par la circulaire IML 91/75 en raison de leur politique de placement et d'emprunt.



La surveillance prudentielle des organismes de placement collectif

4. L'évolution des OPC assortis d'une garantie

Face aux fluctuations inhérentes aux marchés financiers, les OPC assortis d'une garantie visent à offrir une plus grande sécurité aux investisseurs que ne peuvent le faire les produits traditionnels de gestion collective. Selon la politique d'investissement poursuivie par les fonds en question, la garantie donnée assure au souscripteur soit le remboursement d'une partie de son capital engagé, soit le remboursement intégral de sa mise, soit même un accroissement minimal de son placement au terme d'une ou de plusieurs périodes fixées d'avance.

Au cours de l'année 1997, le nombre d'OPC dotés d'une garantie est passé de 52 à 70 unités tandis que le nombre d'unités totales, c'est-à-dire le nombre d'OPC à structure classique et le nombre de compartiments assortis d'une garantie, a augmenté de 67 à 90 unités. En termes d'unités, cette augmentation résulte de 33 unités nouvellement lancées en 1997 contre 10 unités pour lesquelles la garantie donnée est venue à échéance et n'a plus été prolongée.

Ces 90 unités se répartissaient au 31 décembre 1997 en 20 unités qui assurent aux porteurs de parts une partie seulement de leur capital engagé, en 49 unités qui assurent la totalité du capital engagé («money-back guarantee») et en 21 unités qui offrent à leurs investisseurs un surplus par rapport au prix de souscription initial.

Les fonds assortis d'une garantie «money-back» restent donc dominants, mais on peut également observer l'existence d'un nombre important de fonds qui assurent à leurs investisseurs un surplus par rapport à leur mise: ces fonds suivent généralement l'évolution d'un indice boursier et, par le recours à des produits dérivés, sont en mesure de garantir à leurs investisseurs une certaine participation à l'évolution de cet indice.

➔ Evolution des OPC assortis d'une garantie

en milliards de LUF

En fin de période	Nombre d'OPC	Nombre d'unités économiques	Actifs nets
1991	19	19	267,2
1992	30	32	569,5
1993	32	34	177,8
1994	37	42	207,9
1995	43	54	225,1
1996	52	67	285,6
1997	70	90	462,6



Service Surveillance des Organismes de Placement Collectif; Division Surveillance permanente – section 1

debout de g. à dr.: Charles Thilges, Francis Lippert, René Schott, Marc Siebenaler
assis de g. à dr.: Karin Frantz, Claude Wagner, Angela De Cillia, Nicole Grosbusch, Dominique Herr

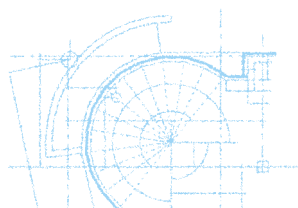
Les actifs nets des OPC garantis ont progressé de 285,6 milliards à 462,6 milliards de LUF en 1997, soit une augmentation de 62%, ce qui montre que ce type d'OPC connaît une forte demande de la part des investisseurs face à une volatilité croissante des marchés financiers. A remarquer que les OPC garantis créés par les promoteurs allemands regroupent à eux seuls 392,9 milliards de LUF, soit environ 85% des actifs nets totaux des fonds garantis.

5. Les promoteurs des OPC luxembourgeois

La ventilation des OPC luxembourgeois selon l'origine géographique de leurs promoteurs met en évidence la multitude de pays représentés sur la place: des promoteurs provenant de 36 pays différents sont en effet intervenus dans la constitution des 1.426 OPC en opération au 31 décembre 1997.

Les principaux pays actifs dans la promotion d'OPC au Luxembourg restent la Suisse, l'Allemagne et la Belgique, bien que leur part de marché en termes d'avoirs gérés a diminué de 69% à 63% entre fin 1996 et fin 1997. Si les avoirs gérés par les promoteurs suisses ont encore augmenté en parallèle à l'évolution générale des avoirs des OPC en 1997 (+24%), ceux des promoteurs belges (+11%) et allemands (+5%) ont connu des taux de progression largement inférieurs à la moyenne. A la fin de l'année 1997, les avoirs des OPC créés par les promoteurs suisses se chiffraient à 4.860,8 milliards de LUF (+944,3 milliards), ceux des promoteurs allemands à 3.212,3 milliards (+139,3 milliards) et ceux des promoteurs belges à 1.805 milliards (+187,8 milliards).

On remarquera d'autre part la nette progression des avoirs collectés par les promoteurs américains (de 1.024,1 à 1.755,2 milliards de LUF, soit +71%), britanniques (de 615,6 à 898,8 milliards, soit



La surveillance prudentielle des organismes de placement collectif

+46%), italiens (de 296,8 à 576,9 milliards, soit +94%) et luxembourgeois (de 234,5 à 387,9 milliards, soit +65%).

Lorsqu'on considère le nombre d'OPC créés par pays d'origine des promoteurs, on observe surtout l'augmentation du nombre d'OPC lancés par les promoteurs allemands (+21) et la diminution du nombre de fonds ayant pour origine des promoteurs japonais (-17). Pour les promoteurs des autres pays, le nombre d'OPC en opération est à quelques exceptions près resté sensiblement égal à celui de fin 1996. Ce phénomène s'explique par le fait que les promoteurs allemands créent dans une large mesure des OPC à structure classique tandis que la plupart des promoteurs des autres pays préfèrent ajouter des compartiments à l'intérieur de fonds existants.

Le tableau ci-dessous reprend le nombre d'OPC créés par pays d'origine des promoteurs ainsi que les actifs nets respectifs. Au cas où plusieurs promoteurs de nationalités différentes sont intervenus dans la constitution d'un OPC, une répartition adéquate entre les divers pays impliqués a été effectuée.

► Origine des promoteurs des OPC luxembourgeois

en milliards de LUF

31.12.97	Actifs nets	en %	Nombre d'OPC	en %
Suisse	4.860,8	30,8%	141	9,9%
Allemagne	3.212,3	20,3%	384	26,9%
Belgique	1.805,0	11,4%	106	7,4%
Etats-Unis	1.755,2	11,1%	112	7,9%
France	902,8	5,7%	183	12,8%
Royaume-Uni	898,8	5,7%	110	7,7%
Italie	576,9	3,7%	32	2,3%
Suède	449,2	2,8%	26	1,8%
Luxembourg	387,9	2,4%	46	3,2%
Japon	295,1	1,9%	131	9,2%
Autres	659,8	4,2%	155	10,9%
Total	15.803,8	100,0%	1.426	100,0%

■ 6. La commercialisation des OPC luxembourgeois et la commercialisation d'OPC étrangers au Luxembourg

Il va de soi qu'en raison de la dimension réduite du marché domestique, la grande majorité des OPC luxembourgeois est commercialisée en dehors des frontières du Luxembourg. Pour ce faire, les OPC qui relèvent de la partie I de la loi du 30 mars 1988, appelés OPCVM communautaires, sont autorisés moyennant une attestation d'inscription de la part de l'autorité de contrôle luxembour-

geoise à commercialiser leurs parts dans les autres pays de l'UE sans devoir recourir à une nouvelle procédure d'agrément auprès des autorités compétentes. Les OPC qui tombent dans le champ d'application de la partie II de la loi de 1988 peuvent par contre être soumis à des conditions spécifiques de la part des autorités concernées avant de pouvoir entamer la distribution de leurs parts. Au cas où des OPCVM communautaires se proposent d'offrir leurs parts dans des pays tiers à l'UE, ils doivent bien entendu suivre les procédures d'agrément en vigueur dans ces pays.

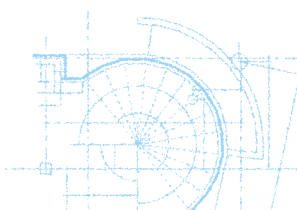
Au 31 décembre 1997, l'autorité de contrôle luxembourgeoise avait délivré pour les OPCVM inscrits sur la liste officielle à cette date au total 1.839 attestations de conformité à la directive destinées à la commercialisation dans les autres pays de l'UE, ce qui représente une augmentation de 97 unités par rapport à la fin de 1996. Les 1.839 attestations délivrées étaient destinées à 815 OPC différents, ce qui fait que 83% de tous les OPCVM communautaires avaient demandé une attestation au moins. Les principaux pays destinataires sont par ordre décroissant l'Allemagne (532 attestations), la France (211), l'Autriche (184), la Belgique (165), le Royaume-Uni (162), l'Italie (152) et l'Espagne (136).

Parmi les promoteurs de pays qui ne font pas partie de l'UE, les promoteurs suisses, américains et dans une moindre mesure aussi japonais ont le plus recours aux OPCVM communautaires de droit luxembourgeois pour avoir accès aux marchés des pays de l'UE.

En ce qui concerne les OPCVM étrangers commercialisés au Grand-Duché, on peut signaler que 133 OPCVM communautaires étrangers, 124 d'origine allemande, 6 d'origine belge et 3 d'origine française, se sont prévalus des facilités de commercialisation prévues par la directive pour offrir leurs parts au Luxembourg. Ce chiffre est en progression de 3 unités par rapport à l'année 1996 où 130 OPCVM communautaires étrangers, essentiellement allemands, distribuaient leurs parts au ou à partir du Luxembourg. Dans un souci de rationalisation, beaucoup de promoteurs allemands ont décidé d'offrir à leur clientèle à Luxembourg à côté de leurs fonds luxembourgeois un éventail de leur gamme de produits domestiques.

Notons aussi qu'au 31 décembre 1997, 11 OPC étrangers non communautaires étaient autorisés à commercialiser leurs parts au Grand-Duché en vertu de l'article 70 de la loi du 30 mars 1988.

Le tableau ci-après reprend le nombre d'OPC étrangers admis à la commercialisation au Luxembourg selon qu'il s'agit d'OPCVM communautaires admis en vertu de l'article 56 ou d'autres OPC admis en vertu de l'article 70 de la loi du 30 mars 1988.



La surveillance prudentielle des organismes de placement collectif

Commercialisation d'OPC étrangers au Luxembourg

En fin de période	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<i>art. 56</i>						
<i>pays d'origine</i>						
Allemagne	78	102	108	114	123	124
Belgique	2	4	5	5	5	6
France	–	1	1	2	2	3
Sous-total	80	107	114	121	130	133
<i>art. 70</i>						
<i>pays d'origine</i>						
Allemagne	–	–	–	–	5	5
Suisse	–	–	–	–	6	5
Total	81	108	115	127	141	144

IV.2. Le secteur des organismes de placement collectif en 1998

1. L'évolution générale

Le secteur des organismes de placement collectif a connu au cours de l'exercice 1998 une croissance assez importante au niveau du nombre d'OPC en activité et un développement accentué au niveau des actifs nets gérés. Ainsi, 1.521 OPC étaient inscrits sur la liste officielle au 31 décembre 1998 contre 1.426 à la fin 1997 (+6,7%) et les actifs nets gérés se sont élevés à 19.639,2 milliards de LUF fin 1998 contre 15.803,8 milliards douze mois plus tôt (+24,3%).

Les actifs nets des OPC ont progressé de janvier à juillet pour atteindre un sommet de 19.217,5 milliards de LUF au 31 juillet 1998. Au cours des mois d'août et de septembre 1998, les actifs nets des OPC ont évolué vers le bas pour augmenter à partir d'octobre et atteindre un sommet absolu de 19.639,2 milliards de LUF au 31 décembre 1998.

Les émissions nettes, c'est-à-dire les émissions moins les rachats, ont été positives pour l'ensemble de l'année 1998, tandis que la variation des marchés financiers est intervenue positivement dans l'évolution des actifs nets des OPC pour les mois de janvier, février, mars, mai, juin, octobre ainsi que novembre 1998, les autres mois de l'année ayant eu des répercussions négatives sur les actifs nets.

Globalement, les émissions nettes se sont élevées à 3.391,6 milliards de LUF, alors que la variation due à l'évolution des marchés

financiers intervient au total pour 443,8 milliards de LUF dans la variation des actifs nets.

Au cours de l'année 1998, les fonds spéciaux ont continué leur progression entamée en 1997. En effet, au 31 décembre 1998, 113 fonds spéciaux gérant des actifs nets de 631,8 milliards de LUF ont été inscrits sur la liste officielle. Le nombre de fonds spéciaux a ainsi augmenté de 34 unités par rapport aux 79 fonds spéciaux fin 1997, ce qui constitue une progression de 43%. Les actifs nets gérés se sont également accrus considérablement (de 371,8 à 631,8 milliards de LUF, soit +70%).

En ce qui concerne les OPC publics soumis à la loi du 30 mars 1988, on constate que la répartition entre fonds soumis à la partie I et fonds soumis à la partie II est restée assez stable au cours de l'année 1998. Ainsi, 66,3% (1.008 entités) de tous les OPC étaient des OPCVM communautaires régis par la partie I de la loi et 26,3% (400 entités) étaient d'autres OPC non admis directement à la libre commercialisation dans les autres pays de l'UE au 31 décembre 1998. Les actifs nets se répartissaient à raison de 73,9% (14.530,5 milliards de LUF) et de 22,8% (4.476,9 milliards de LUF) entre les fonds qui relèvent de la partie I et de la partie II respectivement.

2. L'évolution des OPC à compartiments multiples

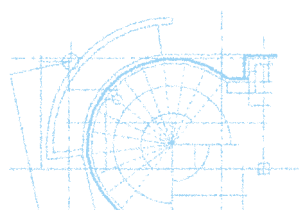
En ce qui concerne l'évolution des OPC à compartiments multiples au cours de l'année 1998, il y a lieu de constater que la proportion des OPC à compartiments multiples par rapport au total des OPC a de nouveau augmenté, à savoir de 49,9% à 52,4%, alors que celle des actifs nets gérés a été en hausse de 75,6% à 78,9%.

Fin 1998, 797 OPC sur un total de 1.521 avaient adopté une structure pluri-compartimentale. Au cours de l'année 1998, le nombre



Service Surveillance des Organismes de Placement Collectif; Division Surveillance permanente – section 2

debout de g. à dr.: Fabio Ontano, Guy Morlak, Victor Marbach
assis de g. à dr.: Carlo Pletschette, Géraldine Appenzeller, Marc Decker, Alain Strock



La surveillance prudentielle des organismes de placement collectif

d'OPC à structure classique a augmenté de 715 à 724 unités tandis que le nombre de compartiments en opération est passé de 3.903 à 4.454 unités. C'est ainsi qu'au 31 décembre 1998, un total de 5.178 unités économiques étaient en activité, soit 12% de plus qu'à la fin de l'année précédente.

Au 31 décembre 1998, les avoirs nets des OPC à compartiments multiples s'élevaient à 15.502,3 milliards de LUF, soit une augmentation de 3.556,7 milliards ou de 29,7% par rapport à la fin de l'année précédente. Pour comparaison, les actifs nets des OPC se sont accrus de 3.835,4 milliards (soit +24,3%) dans leur ensemble.

3. Les devises d'évaluation utilisées

Pour ce qui est des devises d'évaluation utilisées, la plupart des unités sont toujours libellées en dollars américains (1.641 unités sur un total de 5.178), suivies du mark allemand (850 unités), de l'écu (481 unités), de la peseta espagnole (325 unités) et du franc belge (323 unités). En termes d'actifs, les unités libellées en dollars américains regroupent 5.650,8 milliards de LUF du total des 19.639,2 milliards et devançant dans l'ordre celles exprimées en marks allemands, en francs suisses et en écus (4.871,8 milliards, 1.962,6 milliards et 1.834,6 milliards respectivement).

4. Les promoteurs des OPC luxembourgeois

Les principaux pays actifs dans la promotion d'OPC au Luxembourg restent la Suisse et l'Allemagne, suivis maintenant des Etats-Unis qui succèdent à la Belgique comme troisième pays le plus important. Les avoirs gérés par les promoteurs suisses et allemands ont augmenté respectivement de 19% et de 9%, ce qui est inférieur à l'évolution générale des avoirs des OPC au cours de l'année 1998. Les avoirs gérés par les promoteurs américains par contre ont connu avec 42% un taux de progression supérieur à la moyenne. A la fin décembre 1998, les avoirs des OPC créés par les promoteurs suisses se chiffraient à 5.798,8 milliards de LUF (+9380 milliards), ceux des promoteurs allemands à 3.487,4 milliards (+275,1 milliards) et ceux des promoteurs américains à 2.494,3 milliards (+739,1 milliards).

On remarque d'autre part la nette progression des avoirs collectés par les promoteurs japonais (+82,1%), italiens (+67,9%) et luxembourgeois (+39,3%).

Le tableau ci-dessous reprend le nombre d'OPC créés par pays d'origine des promoteurs ainsi que les actifs nets respectifs. Au cas où plusieurs promoteurs de nationalités différentes sont intervenus dans la constitution d'un OPC, une répartition adéquate entre les divers pays impliqués a été effectuée.

Origine des promoteurs des OPC luxembourgeois

en milliards de LUF

31.12.98	Actifs nets	en %	Nombre d'OPC	en %
Suisse	5.798,8	29,5%	160	10,5%
Allemagne	3.487,4	17,8%	416	27,3%
Etats-Unis	2.494,3	12,7%	128	8,4%
Belgique	2.219,2	11,3%	113	7,4%
France	1.157,6	5,9%	181	11,9%
Royaume-Uni	1.006,7	5,1%	112	7,4%
Italie	968,5	4,9%	42	2,8%
Luxembourg	540,3	2,8%	50	3,3%
Japon	537,4	2,7%	124	8,2%
Suède	505,7	2,6%	30	2,0%
Autres	923,3	4,7%	165	10,8%
Total	19.639,2	100,0%	1.521	100,0%

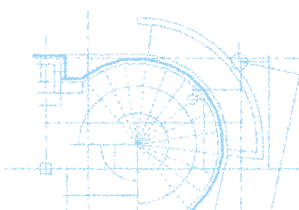
IV.3. Développements sur le plan de l'organisation de la surveillance prudentielle des OPC

1. L'utilisation de la Centrale de Communications Luxembourg S.A. («CCLux») pour la collecte des renseignements financiers émanant des OPC

Les OPC luxembourgeois doivent produire à l'intention de la Commission et du STATEC une série de renseignements financiers qui sont à établir sur une base mensuelle et annuelle respectivement et cela sur base de l'article 94(1) de la loi du 30 mars 1988 relative aux OPC. Ces renseignements financiers sont utilisés par la Commission à des fins statistiques et pour les besoins de sa surveillance sur les OPC concernés alors que le STATEC les utilise pour l'établissement des comptes nationaux et de la balance des paiements du Luxembourg.

Depuis 1998 (circulaire IML 97/136), CCLux est chargée de collecter *par voie électronique* les renseignements en question et de les transmettre par la suite à la Commission. Les administrations centrales des OPC transmettent les renseignements demandés, sous les formats définis par CCLux, soit directement, soit en utilisant le logiciel mis à disposition par CCLux. En vue de sécuriser la transmission des données, celles-ci peuvent être encryptées depuis l'émission par les administrations centrales jusqu'à leur arrivée à la Commission.

Le passage d'un mode de transmission à l'autre a été accompagné des inévitables problèmes techniques liés à un projet de cette envergure.



■ 2. Le concept d'Institution Financière Monétaire («IFM»)

Le Conseil de l'Institut Monétaire Européen a arrêté en 1996 le cadre général de la collecte des données statistiques rentrant dans le calcul des agrégats monétaires. Ces agrégats constituent un élément essentiel pour la conduite de la politique monétaire unique. C'est dans ce cadre qu'il a été demandé à chaque banque centrale nationale d'établir une liste des IFM établies sur le territoire national d'après un certain nombre de critères. Le secteur des IFM inclut trois groupes d'institutions: banques centrales, établissements de crédit et organismes de placement collectif monétaires.

Toutes les IFM sont soumises dès le début de la phase 3 de l'Union économique et monétaire, qui a commencé le 1^{er} janvier 1999, à une collecte statistique spécifique.

C'est dans ce contexte que la circulaire IML 98/144 s'adressant aux OPC monétaires a été élaborée. Dans le cadre de la collecte statistique organisée par la circulaire précitée, la Commission a contacté les OPC de droit luxembourgeois susceptibles d'être qualifiés d'OPC monétaires. Elle s'est chargée de l'établissement de la liste des OPC ou compartiments monétaires qui doivent figurer sur la liste des IFM. Cette liste a été transmise à l'Institut Monétaire Européen (la Banque centrale européenne depuis le 1^{er} juillet 1998) et publiée ensemble avec les listes des autres pays de l'UEM. Il est évident qu'un travail continu est nécessaire pour tenir à jour cette liste.

■ IV.4. L'évolution des politiques et techniques de gestion

■ 1. Nouveautés

La revue des 281 demandes d'inscription sur la liste officielle des OPC de l'année 1998 révèle une très grande diversité. Une tendance nouvelle, comme par exemple celle des OPC assortis d'une garantie fortement développés au milieu des années 1990 ou celle des OPC investissant dans des pays émergents, n'a pas pu être observée.

Mais la Commission a noté une certaine préférence des promoteurs pour des OPC investis en actions, due à l'envol des marchés des actions dans la plupart des pays industrialisés.

Enfin, le sujet des «hedge funds» a été très actuel en 1998, alors que les pertes importantes réalisées par le LTCM et sa quasi-défaillance ont été largement commentées dans la presse internationale.

Les «hedge funds»

Il n'existe pas de définition légale du terme «hedge funds» qui sont généralement considérés comme étant des fonds qui rassemblent des capitaux importants qu'ils recueillent auprès d'investisseurs fortunés qui sont prêts à y investir des sommes élevées. Comme ils ne font pas appel à l'épargne du public, les «hedge funds» ne sont généralement pas soumis dans leur juridiction d'origine aux règles qui y sont habituellement applicables aux OPC du type traditionnel. Contrairement aux OPC réglementés, ils font largement usage de techniques particulières, tels le «leverage», l'arbitrage-titres et la prise de positions ouvertes sur les marchés à terme et conditionnels. Ainsi, il s'agit d'un produit d'investissement à haut risque.

On constate qu'il existe très peu de «hedge funds» au Luxembourg. De plus, les OPC luxembourgeois n'ont pas non plus été touchés par les problèmes des «hedge funds», étant donné notamment que les titres émis par les «hedge funds» ne sont pas un produit éligible pour un OPCVM de la partie I et que la possibilité d'investissement dans ce genre de produit est limitée pour un OPC de la partie II.

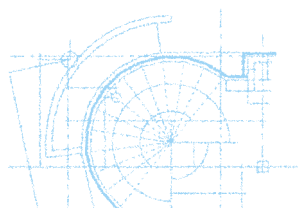
■ 2. Les concepts de cogestion, de «intra-fund pooling» et de «master/feeder fund»

- La technique de la *cogestion* est de plus en plus utilisée par les promoteurs d'OPC dans le but de globaliser la gestion de plusieurs OPC qui poursuivent les mêmes objectifs et politiques d'investissement.

Comme chaque OPC cogéré est lié par un contrat séparé au gestionnaire commun, la cogestion prend la forme d'une série de contrats parallèles ayant une teneur quasiment identique. Le contrat qui les lie au gestionnaire commun n'implique cependant pas que les OPC cogérés aient entre eux des relations contractuelles.

Dans le cadre de la cogestion, le gestionnaire commun prend de manière globale pour les OPC cogérés les décisions d'achat et de vente de titres et le portefeuille global est ventilé entre les différents OPC à raison de leur poids respectifs dans ce portefeuille. Cette ventilation proportionnelle, qui est réalisée par des moyens informatiques, s'applique à tous les investissements (lignes de portefeuille) détenus en cogestion.

L'application de la technique de cogestion n'aboutit pas à une mise en commun ou «pooling» des actifs cogérés. Ces actifs ne constituent en effet pas un portefeuille externe commun dès lors que



La surveillance prudentielle des organismes de placement collectif

chaque OPC cogéré est en mesure d'individualiser les titres qu'il détient en propre dans le portefeuille global. Il est le propriétaire de ces titres et peut exercer les droits qui y sont attachés.

Pour que chaque OPC cogéré soit capable d'enregistrer dans ses propres comptes un portefeuille distinct de titres dans la proportion de ses droits sur l'ensemble des actifs cogérés, la banque dépositaire commune des OPC cogérés doit assurer à tout moment une ségrégation rigoureuse des actifs de chaque OPC cogéré par rapport aux avoirs des autres OPC cogérés.

- Une technique similaire, appelée «*intra-fund pooling*» est utilisée au niveau des différents compartiments d'un même OPC. Dans un but de gestion efficace, plusieurs compartiments d'un même OPC peuvent en effet mettre en commun leurs actifs, dans la mesure où leurs politiques d'investissement respectives le permettent, et les gérer comme un ensemble. Les «*pools*» ainsi constitués ne constituent rien d'autre que des portefeuilles internes, un moyen technique à la disposition du gestionnaire qui est sans influence sur la structure même de l'OPC. Ainsi un «*pool*» ne peut nullement constituer une entité juridique en lui-même.

Il reste que le problème de l'individualisation des actifs cogérés se pose de manière différente dans le cas d'une cogestion d'actifs qui sont attribués dans les comptes de l'OPC à compartiments multiples et dans celui où la cogestion se fait pour les actifs de deux entités juridiques différentes. La cogestion des actifs de deux entités distinctes implique la nécessité de procéder quotidiennement à l'attribution des actifs et passifs à chacune des entités pour assurer l'individualisation des actifs, notamment afin de soustraire les actifs d'une entité à l'emprise d'un créancier éventuel d'une autre entité. Ce risque n'existe pas pour les OPC à compartiments multiples, puisque de toute façon le titre de propriété sur l'actif appartient à une seule et même entité juridique.

- Dans le contexte des techniques de gestion, il peut être utile de faire mention des «*master/feeder funds*».

En effet, ce concept permet à un fonds (le «*feeder*») d'investir l'intégralité de ses actifs dans un autre fonds (le «*master*»). La structure présente un intérêt certain dans la mesure où elle a l'avantage de faire bénéficier plusieurs «*feeder*», dont chacun a été créé avec des caractéristiques spécifiques pour favoriser sa commercialisation dans un secteur de marché ou secteur géographique spécifique, des économies d'échelle en investissant dans un seul «*master*».

Relevons que dans le but de la protection des investisseurs et pour être consistant avec les derniers développements communau-

taires au niveau du renforcement de la surveillance prudentielle des institutions financières, l'autorité de contrôle soumet la structure «*master/feeder fund*» à l'obligation de l'unicité de juridiction, ce qui signifie notamment que si le «*feeder*» est à Luxembourg, le «*master*» doit aussi y être établi.

■ IV.5. Aspects particuliers de la surveillance prudentielle des OPC

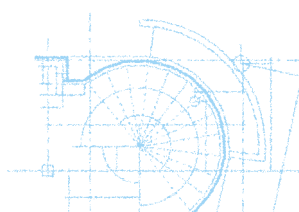
■ 1. La notion de promoteur et la composition des organes dirigeants d'un OPC

La politique de la Commission est d'exiger que le promoteur d'un OPC soit en principe représenté majoritairement dans les organes dirigeants de cet OPC, le terme «*promoteur*» désignant en l'espèce celui qui est à l'origine, qui donne l'impulsion et provoque la création de l'OPC, qui détermine l'orientation de son activité et qui bénéficie de sa réalisation. Cette exigence est essentiellement basée sur la considération qu'il importe que le promoteur d'un OPC soit en mesure de diriger son OPC, de le contrôler et de prendre toutes les décisions relatives à l'orientation de l'OPC, ce qui ne saurait en principe être assuré que par le biais d'une représentation majoritaire du promoteur dans les organes dirigeants de l'OPC.

Par dérogation au principe qui précède, la Commission peut renoncer dans le cas des sociétés de gestion de fonds communs de placement à l'exigence d'une majorité d'administrateurs en provenance du promoteur lorsque celui-ci est l'actionnaire majoritaire de la société de gestion. En effet, dans l'hypothèse visée, cette exigence n'est pas requise dès lors que la qualité d'actionnaire majoritaire de la société de gestion confère au promoteur le pou-



Service Surveillance des Organismes de Placement Collectif; Division Surveillance permanente – section 3
debout de g. à dr.: Joël Goffinet, Marc Racké, Ralph Gillen
assis de g. à dr.: Carine Hoffmann, Luc Ricciardi, Géraldine Olivera, Roberto Montebusco



La surveillance prudentielle des organismes de placement collectif

voir de changer à bref délai la composition du conseil d'administration lorsque les circonstances rendent nécessaires un tel changement.

Dans le cas des sociétés de gestion de fonds communs de placement dont le promoteur n'est pas l'actionnaire majoritaire ainsi que dans celui des sociétés d'investissement, la Commission peut pareillement accepter sur la base d'une justification adéquate que le promoteur ne soit pas représenté majoritairement au conseil d'administration. Il est cependant entendu que le promoteur ne saurait pas se prévaloir de cette situation pour se dégager des responsabilités qui sont attachées à son rôle et qui comportent en particulier l'obligation de faire face, le cas échéant, à des demandes en réparation de dommages ayant pour origine d'éventuels manquements, irrégularités ou insuffisances constatés dans la gestion et l'administration de l'OPC.

Afin d'éviter a priori toute équivoque à ce sujet, la Commission se propose d'adresser une lettre à tout promoteur non représenté majoritairement dans les organes dirigeants de son OPC pour lui rappeler les responsabilités et obligations qui sont les siennes.

2. Les prestataires de services luxembourgeois et les OPC étrangers

Au vu des différents problèmes rencontrés dans la pratique, la Commission a considéré qu'il est nécessaire de préciser les conditions dans lesquelles des prestataires de services luxembourgeois peuvent intervenir dans l'administration d'OPC étrangers qui ne sont pas soumis aux dispositions de la directive 85/611/CEE du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains



Service Surveillance des Organismes de Placement Collectif; Division Instructions
debout de g. à dr.: Alain Kirsch, Francis Koepp, Francis Gasché, Marc Pauly, Pascal Berchem, Pierre Reding
assis de g. à dr.: Daniel Ciccarelli, Christiane Campill, Nathalie Reisdorff, Geneviève Pescatore, Nadine Plegler, Pascale Schmit

organismes de placement collectif en valeurs mobilières. Les OPC visés ici sont désignés ci-après par les termes «OPC étrangers».

Les conditions qui doivent s'appliquer aux OPC concernés tiennent compte de la nature des interventions des prestataires de services luxembourgeois. Ainsi, il est distingué entre

- les interventions qui consistent dans la tenue de la comptabilité, le calcul de la valeur nette d'inventaire et la tenue du registre des parts, et
- les interventions dans le traitement des souscriptions/rachats.

a) Tenue de la comptabilité, calcul de la valeur nette d'inventaire et tenue du registre des parts (sans contact avec les investisseurs)

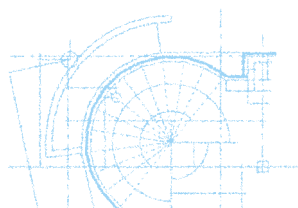
La Commission considère que la prestation par une entité luxembourgeoise (établissement de crédit ou autre professionnel du secteur financier, prestataire spécialisé) de services purement administratifs pour des OPC étrangers, tels que la tenue de la comptabilité, le calcul de la valeur nette d'inventaire et la tenue du registre des parts, n'entraîne pas l'application de l'article 70 de la loi du 30 mars 1988 relative aux OPC lorsque les parts des OPC en cause ne font pas l'objet d'une exposition, offre ou vente publiques dans le ou à partir du Luxembourg.

Il reste cependant que la tenue de la comptabilité, le calcul de la valeur nette d'inventaire et la tenue du registre des parts sont des tâches essentielles au fonctionnement des OPC concernés et constituent ainsi les éléments-clés de leur administration centrale. Ce fait, combiné à la publicité que le prospectus et autres documents de ces OPC donnent au rôle du prestataire de services luxembourgeois dans l'exécution de ces tâches, risque d'induire les investisseurs en erreur sur la nationalité des OPC en cause, dès lors qu'il fait naître l'impression que ceux-ci sont soumis au Luxembourg à une surveillance permanente exercée par l'autorité de contrôle.

A côté du risque d'induction en erreur des investisseurs concernés, pareille situation comporte également le risque évident de retombées négatives sur la réputation dont jouit la place financière de Luxembourg.

Dans le cas des OPC visés ici, se pose encore la question de savoir si l'accomplissement d'une ou de plusieurs tâches administratives par des prestataires de services luxembourgeois n'aboutit pas en réalité à un transfert du siège effectif de ces OPC à Luxembourg, ce qui aurait pour conséquence que les OPC en cause devraient se soumettre à l'ordre juridique luxembourgeois.

Pour éviter les risques auxquels il est fait référence ci-avant, et sous réserve que la question qui précède puisse être clarifiée de



La surveillance prudentielle des organismes de placement collectif

cas en cas en accord avec la Commission, il incombe aux prestataires de services luxembourgeois de faire insérer de façon apparente dans les documents de commercialisation (prospectus d'émission et autres documents d'information et de publicité) des OPC étrangers auxquels ils rendent des services purement administratifs un avertissement duquel il ressort clairement que ces OPC ne sont ni soumis à la législation luxembourgeoise, ni soumis à une surveillance au Luxembourg.

b) Intervention dans le traitement des souscriptions/rachats

La Commission considère que le prestataire de services luxembourgeois qui reçoit des ordres de souscription et/ou de rachat en vue de leur traitement au Luxembourg participe à l'activité de distribution dont l'exercice est réservé en exclusivité aux établissements de crédit et aux distributeurs de parts d'OPC visés à l'article 28 de la loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier et donc soumis à la surveillance de la Commission.

Le fait de recevoir et de traiter au Luxembourg des ordres de souscription et/ou de rachat ne constitue cependant pas une offre publique entraînant l'application de l'article 70 de la loi du 30 mars 1988 puisque dans ces cas le prestataire de services luxembourgeois ne sollicite pas de façon directe et active les investisseurs desquels émanent les ordres en question.

A l'instar des activités qui sont visées au point 1 ci-dessus, l'activité consistant à recevoir et à traiter au Luxembourg des ordres de souscription et/ou de rachat portant sur des parts d'OPC étrangers comporte elle aussi le risque que les investisseurs soient induits en erreur sur la nationalité des OPC en cause. C'est pourquoi les prestataires de services luxembourgeois qui exercent une telle activité pour le compte d'OPC étrangers doivent pareillement prendre soin de faire insérer dans les documents de commercialisation de ces OPC l'avertissement que ceux-ci ne sont ni soumis à la législation luxembourgeoise, ni soumis à une surveillance au Luxembourg.

Ils doivent également faire figurer le même avertissement sur chaque pièce qu'ils adressent aux clients/investisseurs dont ils traitent les ordres de souscription et/ou de rachat.

■ 3. La société de gestion et les prises de participations

En vertu de la loi du 30 mars 1988, les sociétés de gestion doivent se limiter dans leurs activités à la gestion d'un ou de plusieurs OPC, l'administration de leurs propres avoirs ne devant avoir qu'un caractère accessoire.

Cette disposition, qui s'inspire de l'article 6 de la directive européenne 85/611/CEE, a pour but d'assurer la protection des investisseurs, car elle tend d'une part à garantir un niveau optimal de spécialisation dans le chef de la société de gestion et, d'autre part, à éviter tout risque de conflit d'intérêt avec d'autres activités que la société de gestion pourrait exercer.

La Commission a jugé que l'article 6 ne s'oppose pas à ce qu'une société de gestion luxembourgeoise prenne une participation dans une société de gestion étrangère afin de gérer des OPC dans un pays donné.

En effet, dans la mesure où une société de gestion luxembourgeoise pourrait, en vertu de son objet social, gérer directement des OPC établis dans d'autres pays, elle devrait, sous certaines conditions, également être autorisée pour ce faire à travers une participation dans une autre société de gestion. Une telle participation peut notamment s'avérer nécessaire lorsque la législation d'un pays donné exige la présence d'une société de gestion dans le pays pour pouvoir gérer des OPC.

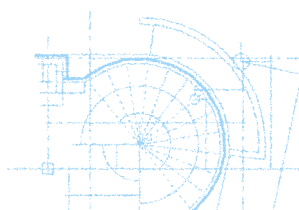
■ 4. La notion de marché réglementé

Tout OPCVM bénéficiant du passeport européen est soumis aux règles de la directive européenne 85/611/CEE qui concernent la politique de placement des OPCVM. En vertu de ces règles, ses placements doivent être constitués de:

- valeurs mobilières admises à la cote officielle d'une bourse de valeurs,
- valeurs mobilières négociées sur un autre marché réglementé, en fonctionnement régulier, reconnu et ouvert au public,
- valeurs mobilières nouvellement émises qui répondent à certaines conditions, étant entendu cependant que des placements dans des valeurs mobilières autres que celles visées ci-avant sont autorisés à concurrence de 10% des actifs.

Dans ce contexte, la Commission estime qu'il incombe en principe aux dirigeants des OPC en cause de vérifier, de concert avec le dépositaire, si les critères de la circulaire IML 91/75, chapitre F, point III.1, sont effectivement vérifiés pour un marché donné. Les responsables de l'OPC doivent pouvoir donner a posteriori des justifications de leur choix, si la question leur est posée.

Ainsi, la Commission a retenu que le marché OTC Fixed Income américain peut être considéré comme étant un marché réglementé, en fonctionnement régulier, reconnu et ouvert au public.



La surveillance prudentielle des organismes de placement collectif



Service Surveillance des Organismes de Placement Collectif; Division Informatique
debout de g. à dr.: Claude Krier, Eric Tanson, Suzanne Wagner, Claude Steinbach, Nico Barthels
assis de g. à dr.: Claudine Thielen, Josiane Laux, Danielle Neumann, Jolanda Bos, Marie-Louise Baritussio

■ 5. L'éligibilité comme valeurs mobilières au sens de l'article 40 (1) de la loi du 30 mars 1988 relative aux OPC

• Le cas des warrants

Il résulte des discussions, qui ont eu lieu au niveau communautaire sur la question de la qualification qu'il faut donner dans le contexte de la directive européenne 85/611/CEE aux différents types de warrants qui existent sur le marché, que seuls les warrants qui confèrent le droit d'acquérir des nouvelles valeurs mobilières constituent des instruments éligibles au titre de l'article 40 (1) de la loi du 30 mars 1988 relative aux OPC, à condition qu'ils soient admis à la cote officielle d'une bourse de valeurs ou négociés sur un autre marché réglementé, en fonctionnement régulier, reconnu et ouvert au public.

Cette interprétation est justifiée dans la mesure où les warrants ne constituent pas, contrairement à des valeurs mobilières du type traditionnel, des valeurs autonomes, mais que leur qualification doit dépendre de la nature des actifs qui en constituent le sous-jacent.

Quant aux warrants portant sur des indices boursiers, la Commission les assimile à des instruments dérivés en raison des similitudes qu'ils ont avec les options ayant également comme sous-jacent des indices boursiers. Au même titre que les options et les contrats à terme, les OPCVM peuvent donc utiliser des warrants portant sur des indices boursiers dans le cadre d'une bonne gestion du portefeuille conformément à l'article 41 (1) de la loi du 30 mars 1988 et au chapitre H.I. de la circulaire IML 91/75.

Pour la même raison, la qualification d'instruments dérivés est également donnée aux warrants portant sur des devises. Les OPCVM peuvent donc recourir aux warrants de ce type pour couvrir les risques de change dans le cadre de la gestion de leur patrimoine, ceci conformément à l'article 41 (2) de la loi du 30 mars 1988 et au chapitre H.II. de la circulaire IML 91/75.

Bien qu'ils puissent avoir le caractère de valeurs mobilières admises à la cote officielle d'une bourse de valeurs, les warrants portant sur l'or, le pétrole brut ou d'autres matières premières ne peuvent pas être qualifiés d'instruments éligibles au titre de l'article 40 (1) de la loi du 30 mars 1988 dès lors que les OPCVM ne sont pas autorisés à investir dans des actifs qui en constituent le sous-jacent.

Comme ces warrants n'ont pas pour objet des valeurs mobilières, ils ne peuvent pas non plus être utilisés par des OPCVM en vue d'une bonne gestion de portefeuille conformément à l'article 41 de la loi du 30 mars 1988. Le recours par des OPCVM à de tels warrants n'est par conséquent pas permis.

• Le cas des obligations enregistrées auprès de la SEC sous le paragraphe 230-144A du Securities Act de 1933 («rule 144A Securities»)

Les titres de type «rule 144A Securities» peuvent être éligibles en tant que valeurs mobilières au sens de l'article 40(1), à la condition expresse de réunir les caractéristiques suivantes:

1. être assortis d'une promesse d'échange («registration rights») enregistrée sous le Securities Act de 1933, et qui prévoit un droit d'échange contre des titres similaires, enregistrés et librement négociables sur le marché OTC Fixed Income américain;
2. l'échange sub. 1 doit avoir lieu endéans une période d'un an à partir de l'acquisition des titres soumis à la rule 144A, faute de quoi les titres cesseront d'être éligibles et seront sujets à la limite de l'article 40 (2) a) de la loi du 30 mars 1988.

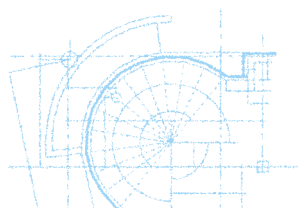
Les émissions d'obligations de type «rule 144A Securities» satisfaisant à ces critères peuvent ainsi être reconnues comme valeurs mobilières nouvellement émises au sens de l'article 40 (1) d) de la loi du 30 mars 1988.

Il peut être utile de relever que le marché des titres 144A pris comme un ensemble et concrétisé par le système informatique PORTAL ne remplit pas les conditions posées pour être reconnu comme marché réglementé, alors que la Commission a adopté en 1998 l'approche de reconnaître en tant que valeur mobilière le segment strictement délimité du marché décrit plus haut.

■ IV.6. La protection des porteurs de parts

■ 1. Changement d'un élément essentiel dans la structure ou dans la politique d'investissement

En cas de changement d'un élément essentiel relatif à un OPC inscrit sur la liste officielle, la Commission exige que les investis-



La surveillance prudentielle des organismes de placement collectif

seurs en soient informés notamment par des publications dans la presse. Ces avis de presse doivent par ailleurs mentionner que les investisseurs auxquels ces modifications ne conviennent pas peuvent soumettre leurs parts au rachat. Le temps de réflexion à accorder aux investisseurs doit être une période minimale d'un mois. En principe, le rachat doit être effectué sans frais.

La Commission a fait application de cette politique dans les cas de changement du promoteur, de modification substantielle de la politique d'investissement, d'augmentation substantielle de la commission de gestion et de changement des modalités de rachat.

■ 2. La politique en matière d'indemnisation: différents cas de figure

• Erreur dans le calcul de la VNI

En 1997, 33 cas d'erreurs de calcul ont été signalés à la Commission. La politique de la Commission est d'exiger que les erreurs qui sont à l'origine d'une valeur nette d'inventaire inexacte soient redressées et que le préjudice en résultant pour les investisseurs et l'OPC concernés soit réparé.

Pour les besoins de cette réparation, il est distingué entre les cas suivants.

Cas où la valeur nette d'inventaire est sous-évaluée

Dans ce cas de figure, la Commission exige en principe que:

(i) les investisseurs, qui se sont fait racheter leurs parts à un prix inférieur au prix correct, soient dédommagés à concurrence de la différence entre le prix correct et le prix incorrect auquel les parts rachetées ont été décomptées;

(ii) les investisseurs, qui ont souscrit des parts à un prix inférieur au prix correct, versent dans l'OPC une somme égale à la différence entre le prix correct et le prix payé. Il reste cependant que pour des raisons commerciales, les promoteurs se substituent en règle générale aux investisseurs concernés pour régler à leur place les paiements supplémentaires dus à l'OPC au titre des souscriptions reçues par celui-ci sur la base d'un prix sous-évalué.

Cas où la valeur nette d'inventaire est surévaluée

Dans ce cas de figure, la Commission exige en principe que:

(i) les investisseurs, qui se sont fait racheter leurs parts à un prix supérieur au prix correct, procèdent au remboursement des sommes touchées de trop. Dans ce cas également, ce sont généralement les promoteurs qui reversent dans l'OPC les sommes en question en lieu et place des investisseurs concernés;

(ii) les investisseurs, qui ont souscrit des parts à un prix supérieur au prix correct, soient remboursés pour la différence qui leur revient.

Par dérogation à ce qui précède, la Commission accepte en règle générale qu'aucun dédommagement des investisseurs lésés n'est nécessaire dans les cas où le paiement auquel un investisseur individuel a droit risque d'être absorbé par les frais bancaires et autres qui sont prélevés à charge des investisseurs lésés.

Sous réserve de ce qui précède, la Commission n'a jusqu'à présent pas tenu compte d'un quelconque seuil de matérialité en dessous duquel aucune indemnisation n'est nécessaire. Cette politique est en train d'être revue. Il est fort probable qu'un seuil de matérialité sera introduit, comme il y en a déjà dans d'autres juridictions.

• Dépassement des limites d'investissement

Si un OPC a dépassé les limites d'investissement, la position de la Commission est d'exiger que les positions excédentaires soient réalisées.

Au cas où il en résulte une moins-value pour l'OPC, le responsable doit réparer le préjudice. La valeur nette d'inventaire est recalculée et les investisseurs sont indemnisés.

Au cas où il en résulte une plus-value pour l'OPC, cette plus-value reste acquise à l'OPC.

• Non-respect de la politique d'investissement

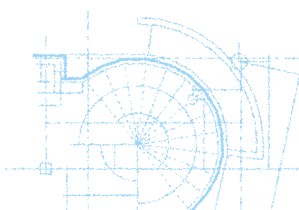
Si les avoirs d'un OPC ne sont pas investis conformément à la politique d'investissement fixée dans ses documents constitutifs et dans son prospectus, la position de la Commission est d'exiger que la situation soit aussitôt régularisée.

Il s'agit de neutraliser les effets résultant du non-respect de la politique d'investissement de façon à placer l'OPC concerné dans la situation qui aurait été la sienne, si les investissements non autorisés n'avaient pas été effectués.

La Commission ne peut pas accepter la méthode qui consisterait à déterminer la perte qui aurait été réalisée, si les montants hors politique d'investissement avaient subi les mêmes variations que le portefeuille investi selon la politique d'investissement définie dans les documents constitutifs et dans le prospectus.

■ 3. La suspension du calcul de la VNI et par conséquent des émissions et des rachats: cas concret

Le gouvernement de la Malaisie a imposé certaines restrictions monétaires concernant notamment les avoirs en Ringgit malais



La surveillance prudentielle des organismes de placement collectif

(MYR). Les avoirs libellés en cette devise ne peuvent être ni convertis en une autre devise, ni exportés de Malaisie pour une période de 12 mois à partir du 1^{er} septembre 1998.

Cette décision a posé des problèmes à une trentaine d'OPC luxembourgeois ayant investi en partie, voire même exclusivement en Malaisie. Ainsi, la plupart des OPC, dont le poids de la Malaisie représente un pourcentage substantiel des avoirs, ont pris la décision de suspendre les souscriptions et les rachats jusqu'à la levée des restrictions.

Parmi les OPC, dont le poids de la Malaisie représente un pourcentage plus limité, certains ont pris la décision d'appliquer une

décote (allant de 25% à 30%) pour l'évaluation de ces avoirs, mais ont pu continuer à fonctionner normalement par ailleurs. D'autres ont pris la décision d'apporter la totalité des actifs malais à un nouveau compartiment, quitte à suspendre le calcul de la VNI dans ce nouveau compartiment.

La Commission a été avertie de ces décisions et a généralement pu marquer son accord à la façon de procéder qui a été proposée dans les cas concrets et cela dans l'intérêt des investisseurs. Il va sans dire qu'elle a demandé aux OPC concernés d'en informer de manière adéquate aussi les autorités des pays auprès desquelles ils sont enregistrés ainsi que les investisseurs de ces OPC.

