

Luxembourg, le 5 décembre 2002

A toutes les personnes et entreprises
surveillées par la CSSF

CIRCULAIRE CSSF 02/80

Concerne : les règles spécifiques applicables aux organismes de placement collectif ("OPC") luxembourgeois adoptant des stratégies d'investissement dites alternatives.

Mesdames, Messieurs,

Préambule

La loi du 30 mars 1988 relative aux OPC ne contient pas de dispositions relatives aux restrictions applicables aux OPC relevant de la partie II de ladite loi. Ces restrictions sont fixées par la circulaire IML 91/75 du 21 janvier 1991 applicable aux OPC. Néanmoins, les OPC adoptant des stratégies d'investissement dites alternatives ne sont pas expressément visés par les dispositions de la circulaire précitée. Ainsi, dans le passé, les restrictions d'investissement applicables aux OPC adoptant des stratégies d'investissement dites alternatives ont été appréciées par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) au cas par cas.

Compte tenu du nombre croissant de demandes de constitution et d'agrément d'OPC luxembourgeois ayant pour objectif de poursuivre des stratégies d'investissement apparentées à celles suivies par les "*hedge funds*" ou "*alternative investment funds*", la CSSF souhaite clarifier le cadre juridique et réglementaire s'appliquant à ces OPC.

La présente circulaire s'inscrit dans le cadre juridique existant et a pour objet de préciser les règles spécifiques qui s'appliquent aux OPC luxembourgeois adoptant des stratégies d'investissement dites alternatives. Dans ce contexte, et eu égard aux risques d'investissement élevés que peuvent comporter des stratégies d'investissement poursuivies par les OPC visés par la présente circulaire, la CSSF attache une attention particulière à la réputation, l'expérience et la surface financière des promoteurs desdits OPC. Par ailleurs, la CSSF considère que la qualification professionnelle et l'expérience des dirigeants des organes de gestion et s'il échet, des gestionnaires d'investissement et des conseillers en investissement sont des éléments revêtant une importance particulière en relation avec les OPC en question.

Pour autant que de besoin, il est précisé que les règles du chapitre I de la circulaire IML 91/75 du 21 janvier 1991 applicables aux OPC autres que les OPCVM et établissant des règles distinctes pour trois types d'OPC spécialisés restent inchangées. Ces règles ne sont pas applicables aux OPC visés par la présente circulaire. Les OPC adoptant des stratégies d'investissement dites alternatives sont soumis à la partie II de la loi du 30 mars 1988 relative aux OPC, étant donné que les règles prévues au chapitre 5 de ladite loi ne leur sont pas appropriées.

Bien que ces OPC n'aient pas l'obligation d'emprunter, leur politique d'investissement peut prévoir le recours à l'emprunt de manière permanente pour des raisons d'investissement.

Ces OPC ont l'obligation de se conformer aux conditions de la présente circulaire. Toutefois, la CSSF peut consentir des dérogations aux dispositions qui suivent sur base d'une justification adéquate ou bien imposer des restrictions d'investissement additionnelles.

A. Règles de diversification des risques concernant les ventes à découvert.

A.1. Les ventes à découvert ne peuvent, en principe, avoir pour conséquence que l'OPC détienne:

- a) une position à découvert sur des valeurs mobilières qui ne sont pas admises à la cote officielle d'une bourse de valeurs mobilières ou négociées sur un autre marché réglementé en fonctionnement régulier, reconnu et ouvert au public. Cependant, l'OPC peut détenir des positions à découvert sur des valeurs mobilières non cotées ou non négociées sur un marché réglementé si ces valeurs présentent un degré élevé de liquidité et ne représentent pas plus de 10% de l'actif de l'OPC;
- b) une position à découvert sur des valeurs mobilières qui représentent plus de 10% des titres de même nature émis par un même émetteur;
- c) une position à découvert sur des valeurs mobilières d'un même émetteur, (i) lorsque la somme des cours de réalisation des ventes à découvert y afférentes représente plus de 10 % de l'actif de l'OPC ou (ii) lorsque cette position à découvert représente un engagement de plus de 5% de l'actif.

A.2. Les engagements en relation avec des ventes à découvert sur valeurs mobilières à un moment donné correspondent aux pertes non-réalisées cumulées résultant, à ce moment donné, des ventes à découvert effectuées par l'OPC. La perte non-réalisée résultant d'une vente à découvert équivaut au montant positif égal au prix du marché auquel la position à découvert peut être couverte moins le prix auquel la vente à découvert de la valeur mobilière en question a été effectuée.

A.3. La somme des engagements de l'OPC résultant des ventes à découvert ne peut à aucun moment excéder 50% de l'actif de l'OPC. Lorsque l'OPC entre dans des opérations de ventes à découvert, il doit disposer des actifs nécessaires lui permettant à tout moment de clôturer les positions résultant de ces ventes à découvert.

A.4. Les positions à découvert sur valeurs mobilières pour lesquelles l'OPC dispose d'une couverture adéquate n'entrent pas en ligne de compte pour le calcul de la somme des engagements dont question ci-dessus. Il est précisé pour autant que de besoin que le fait pour l'OPC d'avoir consenti une sûreté de quelque nature que ce soit sur ses actifs à des tiers, en vue de garantir ses engagements envers ces tiers, n'est pas à considérer comme une couverture adéquate des engagements du point de vue de l'OPC.

A.5. En relation avec des ventes à découvert sur valeurs mobilières, les OPC sont autorisés à effectuer des opérations de prêt sur titres en tant qu'emprunteur avec des professionnels de premier ordre spécialisés dans ce type d'opérations. Le risque de contrepartie résultant de la différence entre (i) la valeur des actifs cédés à titre de sûreté par l'OPC à un prêteur dans le cadre des opérations de prêt sur titres et (ii) la valeur des dettes dues par l'OPC à ce prêteur ne peut pas être supérieure à 20% de l'actif de l'OPC. Pour autant que de besoin il est précisé que les OPC sont par ailleurs autorisés à accorder des sûretés dans le cadre de mécanismes de garantie qui n'ont pas d'effet translatif de propriété ou qui limitent le risque de contrepartie par d'autres moyens.

B. Emprunts

Les OPC visés par la présente circulaire peuvent emprunter de manière permanente et pour des besoins d'investissement auprès de professionnels de premier ordre spécialisés dans ce type d'opérations.

Les emprunts sont limités à 200% de l'actif net de l'OPC. La valeur des actifs de l'OPC ne peut par conséquent pas dépasser 300 % de l'actif net de l'OPC. Les OPC adoptant une stratégie présentant un degré élevé de corrélation entre les positions longues et les positions à découvert sont autorisés à emprunter jusqu'à concurrence de 400% de leurs actifs nets.

Le risque de contrepartie résultant de la différence entre (i) la valeur des actifs cédés à titre de sûreté par l'OPC à un prêteur dans le cadre d'opérations d'emprunt et (ii) la valeur des dettes dues par l'OPC à ce prêteur ne peut être supérieure à 20% de l'actif de l'OPC. Pour autant que de besoin il est précisé que les OPC sont par ailleurs autorisés à accorder des sûretés dans le cadre de mécanismes de garantie qui n'ont pas d'effet translatif de propriété ou qui limitent le risque de contrepartie par d'autres moyens.

Le risque de contrepartie résultant de la somme (i) de la différence entre la valeur des actifs cédés à titre de sûreté dans le cadre d'opérations de prêts sur titres et la valeur des sommes dues visée au point A.5 et (ii) de la différence entre les actifs cédés à titre de sûreté et les montants empruntés visés ci-dessus ne peut, par prêteur, dépasser 20% de l'actif de l'OPC.

C. Restrictions applicables à des investissements en OPC ("OPC cibles ")

Les OPC visés par la présente circulaire ne peuvent en principe pas investir plus de 20% de leurs actifs nets en titres d'un même OPC cible. Pour les besoins de l'application de cette limite de 20%, chaque compartiment d'un OPC cible à compartiments multiples est à considérer comme un OPC cible distinct, à condition que le principe de la ségrégation des engagements des différents compartiments à l'égard des tiers soit assuré. L'OPC visé peut détenir plus de 50% des titres d'un OPC cible à condition que, si l'OPC cible est un OPC à compartiments multiples, l'investissement de l'OPC visé par la présente circulaire dans l'entité juridique que constitue l'OPC cible soit inférieur à 50% de l'actif net de l'OPC visé par la présente circulaire.

Ces restrictions ne sont pas applicables aux acquisitions de parts d'OPC cibles de type ouvert lorsque ces OPC cibles sont soumis à des exigences de répartition des risques comparables à celles qui sont prévues pour ceux qui relèvent de la partie II de la loi du 30 mars 1988 et si ces OPC cibles sont soumis dans leur Etat d'origine à une surveillance permanente qui est exercée par une autorité de contrôle prévue par la loi dans le but d'assurer la protection des investisseurs. Cette dérogation ne doit pas résulter en une concentration excessive des investissements de l'OPC visé par la présente circulaire dans un seul OPC cible, étant entendu que pour l'application de la présente limite, chaque compartiment d'un OPC cible à compartiments multiples est à considérer comme un OPC cible distinct, à condition que le principe de la ségrégation des engagements des différents compartiments à l'égard des tiers soit assuré.

Les OPC qui investissent principalement dans d'autres OPC doivent s'assurer que leur portefeuille d'OPC cibles présente des caractéristiques de liquidité appropriées pour leur permettre de faire face à leur obligation de rachat. Leur politique d'investissement doit contenir une description appropriée à ce sujet.

D. Restrictions d'investissement supplémentaires.

Les OPC visés par la présente circulaire ne peuvent en principe pas:

- a) investir plus de 10% de leurs actifs en valeurs mobilières non cotées en bourse ou non négociées sur un autre marché réglementé, en fonctionnement régulier, reconnu et ouvert au public,
- b) acquérir plus de 10 % des titres de même nature émis par un même émetteur,
- c) investir plus de 20% de leurs actifs en titres d'un même émetteur.

Les restrictions énoncées aux points a), b) et c) ci-dessus ne sont pas applicables aux titres émis ou garantis par un Etat membre de l'OCDE ou par ses collectivités publiques territoriales ou par les institutions et organismes supranationaux à caractère communautaire, régional ou mondial.

Les restrictions énoncées aux points a), b) et c) ci-dessus ne sont pas applicables aux titres émis par des OPC cibles. Les restrictions prévues à la section C. ci-dessus s'appliquent aux investissements dans des OPC cibles.

E. Recours à des instruments financiers dérivés et à d'autres techniques

Les OPC visés par la présente circulaire sont autorisés à recourir aux instruments financiers dérivés et à utiliser les techniques spécifiés ci-après.

Les instruments financiers dérivés peuvent inclure notamment des options, des contrats à terme sur instruments financiers et des options sur de tels contrats ainsi que des contrats d'échange de gré à gré sur toutes sortes d'instruments financiers. Par ailleurs, ces OPC peuvent recourir aux techniques que constituent les opérations de prêt sur titres, les opérations à réméré ainsi que les opérations de mise en pension. Les OPC ayant recours à ces instruments financiers dérivés ou techniques doivent dans leur prospectus mentionner un effet de levier total qui ne peut pas être dépassé et inclure dans leur prospectus une description des risques inhérents aux opérations envisagées. Les instruments financiers dérivés doivent être négociés sur un marché organisé ou être contractés de gré à gré avec des professionnels de premier ordre spécialisés dans ce type d'opérations.

La somme des engagements qui découlent des ventes à découvert sur valeurs mobilières cumulée avec les engagements qui découlent des instruments financiers négociés de gré à gré et, le cas échéant, les engagements qui découlent des instruments financiers dérivés négociés sur un marché organisé, ne peut, à aucun moment, dépasser la valeur de l'actif de l'OPC.

E. 1. Restrictions relatives aux instruments financiers dérivés

1. Les dépôts de marge en rapport avec des instruments financiers dérivés négociés sur un marché organisé ainsi que les engagements en relation avec des instruments financiers dérivés négociés de gré à gré ne peuvent pas dépasser 50 % des actifs de l'OPC. La réserve d'actifs liquides de ces OPC doit représenter au moins un montant égal aux dépôts de marge effectués par l'OPC. Par actifs liquides, il y a lieu d'entendre non seulement les dépôts à terme et instruments du marché monétaire négociés régulièrement et dont l'échéance résiduelle est inférieure à 12 mois mais aussi les bons du trésor et obligations émises par les Etats membres de l'OCDE ou par leurs collectivités publiques territoriales, ou par les institutions et organismes supranationaux à caractère communautaire, régional ou mondial, ainsi que les obligations admises à la cote officielle d'une bourse de valeur ou négociés sur un marché réglementé, en fonctionnement régulier et ouvert au public émises par des émetteurs de premier ordre et présentant un degré élevé de liquidité.
2. L'OPC ne peut pas procéder à des emprunts pour financer les dépôts de marge.

3. L'OPC ne peut pas conclure des contrats portant sur des matières premières autres que des contrats à terme sur matières premières. Par dérogation, l'OPC peut acquérir au comptant des métaux précieux négociables sur un marché organisé.
4. Les primes payées pour l'acquisition des options en cours s'imputent sur la limite des 50 % prévue au point 1. ci-dessus.
5. L'OPC doit assurer par une diversification suffisante une répartition adéquate des risques.
6. L'OPC ne peut détenir une position ouverte sur un seul contrat relatif à un instrument financier dérivé négocié sur un marché organisé ou un seul contrat relatif à un instrument financier dérivé négocié de gré à gré pour lequel la marge requise respectivement l'engagement représente 5 % ou plus des actifs.
7. Les primes payées pour l'acquisition d'options en cours ayant des caractéristiques identiques ne peuvent pas dépasser 5 % des actifs.
8. L'OPC ne peut détenir une position ouverte dans des instruments financiers dérivés portant sur une seule matière première ou une seule catégorie de contrats à terme sur instruments financiers pour lesquels la marge requise (en relation avec des instruments financiers dérivés négociés sur un marché organisé) ainsi que l'engagement (en relation avec des instruments financiers dérivés négociés de gré à gré) représentent 20 % ou plus des actifs.
9. L'engagement en relation avec une transaction sur instrument financier dérivé négocié de gré à gré par l'OPC correspond à la perte non-réalisée résultant, à ce moment donné, de ladite transaction sur instrument financier dérivé.

E. 2. Opérations de prêt sur titres

L'OPC peut s'engager dans des opérations de prêt sur titres aux conditions prévues par la circulaire IML 91/75. Cependant, la limite selon laquelle les opérations de prêts ne peuvent pas s'étendre au-delà d'une période de 30 jours, n'est pas d'application lorsque l'OPC est en droit d'obtenir à tout instant la résiliation de l'opération de prêt et la restitution des titres prêtés.

E. 3. Opérations à réméré et opérations de mise en pension.

L'OPC peut s'engager dans des opérations à réméré qui consistent dans des achats et des ventes de titres dont les clauses réservent au vendeur le droit de racheter de l'acquéreur les titres vendus à un prix et à un terme stipulés entre les deux parties lors de la conclusion du contrat. L'OPC peut également s'engager dans des opérations de mise en pension consistant en des opérations au terme desquelles le cédant a l'obligation de

reprendre le bien mis en pension alors que le cessionnaire a soit le droit, soit l'obligation de restituer le bien mis en pension.

L'OPC peut intervenir soit en qualité d'acheteur, soit en qualité de vendeur dans les opérations susvisées. Son intervention dans les opérations en cause est cependant soumise aux règles suivantes:

1. Règles destinées à assurer la bonne fin de ces opérations

L'OPC ne peut intervenir dans des opérations à réméré ou des opérations de mise en pension que si les contreparties dans ces opérations sont des professionnels de premier ordre spécialisés dans ce type d'opérations.

2. Conditions et limites de ces opérations

Pendant la durée de vie d'un contrat d'achat à réméré, l'OPC ne peut pas vendre les titres qui font l'objet de ce contrat avant que le rachat des titres par la contrepartie ne soit exercé ou que le délai de rachat n'ait expiré, sauf lorsque l'OPC a d'autres moyens de couverture. Lorsque l'OPC est ouvert au rachat, il doit veiller à maintenir l'importance des opérations susvisées à un niveau tel qu'il lui est à tout instant possible de faire face à son obligation de rachat. Les mêmes conditions s'appliquent au contrat de mise en pension sur base d'une convention d'achat et de revente ferme où l'OPC agit en tant qu'acheteur (cessionnaire).

Au cas où l'OPC interviendrait en tant que vendeur (cédant) dans une opération de mise en pension, l'OPC ne peut pendant toute la durée de la mise en pension céder en propriété, ni donner en gage à un tiers, ni mobiliser une nouvelle fois, sous toute autre forme, les titres mis en pension. L'OPC doit disposer à l'échéance de la durée de la mise en pension d'actifs nécessaires pour payer, le cas échéant, le prix convenu de la rétrocession au cessionnaire.

3. Information périodique du public

Dans ses rapports financiers, l'OPC doit indiquer séparément pour les opérations de vente à réméré et pour les opérations de mise en pension, le montant total des opérations en cours à la date de référence des rapports en question.

F. Dépassement des limites d'investissement autrement que par des décisions d'investissement

Si les pourcentages limites repris ci-dessus sont dépassés pour des raisons autres que des décisions d'investissement (fluctuations des marchés, rachats), l'objectif prioritaire de l'OPC doit être de remédier à la situation en tenant compte des intérêts des investisseurs.

G. Organes de gestion et de surveillance

En ce qui concerne la qualification professionnelle, les dirigeants des organes de gestion et, s'il échet, les gestionnaires d'investissement et les conseillers en investissement, doivent justifier d'une expérience confirmée dans le domaine de la politique d'investissement proposée.

H. Règles particulières

H. 1. Le prospectus d'émission doit contenir une description de la stratégie d'investissement de l'OPC en question ainsi qu'une description des risques inhérents à la politique d'investissement de l'OPC. Il doit indiquer le cas échéant que:

- les pertes potentielles résultant de ventes à découvert sur valeurs mobilières diffèrent de la perte possible résultant de l'investissement des liquidités dans ces valeurs mobilières. Dans le premier cas, la perte peut être illimitée alors que, dans le deuxième cas, la perte se limite à l'investissement des liquidités dans les valeurs mobilières en question.
- l'effet de levier génère une opportunité de rendement accru et donc de revenu plus important, mais en même temps augmente la volatilité de la valeur des actifs de l'OPC et donc le risque de subir une perte en capital. Les emprunts éventuels entraînent des charges d'intérêts qui peuvent être supérieures aux revenus et gains en capital générés par les actifs de l'OPC.
- vu la faible liquidité des actifs de l'OPC, l'OPC peut ne pas être en mesure de faire face aux demandes de rachat de parts qui lui sont adressées par ses investisseurs.

H. 2. En outre, le prospectus doit indiquer que l'investissement dans l'OPC en question présente un risque au-dessus de la moyenne et ne convient qu'aux personnes qui peuvent prendre le risque de perdre totalement leur investissement. Le cas échéant, le prospectus d'émission doit contenir une description de la stratégie de négociation en contrats à terme et en options poursuivie par l'OPC ainsi que les risques d'investissement inhérents à la politique d'investissement. Il faudra mentionner notamment que les marchés des contrats à terme et des options sont extrêmement volatils et que le risque de subir une perte en relation avec ces marchés et/ou en relation avec des ventes à découvert est très élevé.

Veuillez recevoir, 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