

**Analyse des structures envisageables
dans le cadre du lancement d'un nouveau
fonds d'infrastructure**



Travail de Bachelor réalisé en vue de l'obtention du Bachelor HES

par :

Zoé KNEUSS

Conseiller au travail de Bachelor :

Francesco MORESINO, Enseignant HES

Carouge, le 4 juin 2010

Haute École de Gestion de Genève (HEG-GE)

Filière Economie d'entreprise

Déclaration

Ce travail de Bachelor est réalisé dans le cadre de l'examen final de la Haute école de gestion de Genève, en vue de l'obtention du titre d'Economiste d'Entreprise HES. L'étudiant accepte, le cas échéant, la clause de confidentialité. L'utilisation des conclusions et recommandations formulées dans le travail de Bachelor, sans préjuger de leur valeur, n'engage ni la responsabilité de l'auteur, ni celle du conseiller au travail de Bachelor, du juré et de la HEG.

« J'atteste avoir réalisé seule le présent travail, sans avoir utilisé des sources autres que celles citées dans la bibliographie. »

Fait à Carouge, le 4 juin 2010

Zoé Kneuss

Remerciements

Par ces quelques lignes, je tiens à remercier toutes les personnes en interne qui se sont montrées disponibles pour m'orienter et répondre aux différentes questions qui ont été soulevées par ce travail. Les connaissances qu'elles m'ont apportées m'ont permis d'approfondir un domaine qui était pour moi partiellement inconnu. Merci plus spécialement à mes collègues de l'équipe External Fund Manager qui ont su m'expliquer les enjeux découlant de la problématique que j'ai étudiée et m'ont guidée tout au long de la démarche.

D'une manière générale, je remercie toutes les personnes qui ont, peut-être sans le savoir, mais simplement grâce à leurs encouragements, participé à l'élaboration de ce travail. Un merci également aux membres de mon entourage qui m'ont soutenue tout au long de ces quatre années de HEG.

Enfin, je ne peux terminer cette rubrique sans évoquer la brillante et indispensable prestation de ma relectrice préférée. Un grand merci pour le temps volontairement consacré à ce travail.

Sommaire

Les fonds d'infrastructure rencontrent un franc succès depuis quelques temps et le fonds Lombard Odier Macquarie Infrastructure Fund (« LMIF »), lancé en 2007, ne fait pas exception à la règle. Il semble donc probable que ces prochaines années soient propices à lever encore davantage de capitaux pour cette classe d'actifs.

L'objet de ce rapport est **d'analyser les structures envisageables et d'apporter une solution optimale pour un nouveau fonds issu d'un partenariat renouvelé entre Lombard Odier et Macquarie**. L'analyse des structures possibles se base sur une hypothèse de départ et permet d'identifier une forme juridique recommandée, sujette toutefois à certaines réserves selon l'évolution du postulat de base, d'une part, et de l'environnement financier, d'autre part.

Le futur fonds serait très probablement un **closed-ended fund** destiné essentiellement à des **clients institutionnels européens**. Tout comme LMIF, ce nouveau fonds aurait une **durée de vie de 10 ans**, mais n'investirait que dans de **l'infrastructure directe**, au contraire du fonds actuel. Ce postulat de départ, bien qu'hypothétique, se base sur l'expérience acquise ces trois dernières années avec LMIF. D'abord, offrir de la liquidité sur un fonds d'infrastructure s'avère rare et difficile à gérer, ensuite, les clients institutionnels sont naturellement attirés par l'horizon de long terme qui constitue une des caractéristiques des placements en infrastructure.

Une analyse globale du marché des fonds de placement a permis de confirmer la place de choix qu'occupe le Luxembourg dans cette industrie, y compris en matière de placements alternatifs. Ce sont donc deux structures luxembourgeoises de placements alternatifs qui ont été étudiées : **le Fonds d'Investissement Spécialisé (FIS) et la Société d'Investissement à Capital Risque (SICAR)**. Bénéficiant d'un système de surveillance allégé et d'une politique de placement sans restriction, le FIS se démarque de la SICAR, qui est considérée comme un pur instrument de private equity.

Ce rapport préconise d'opter pour une structure de FIS, au détriment de la SICAR qui a pour inconvénient majeur de restreindre les investissements à du capital risque. A noter que cette recommandation doit encore faire l'objet de réflexions plus approfondies, notamment pour ce qui est de la forme juridique que prendrait le FIS. Les conclusions apportées par ce rapport peuvent toutefois être remises en question selon l'évolution du cadre réglementaire et des hypothèses ayant servi de base à cette analyse.

Table des matières

Déclaration.....	i
Remerciements.....	ii
Sommaire.....	iii
Table des matières.....	iv
Liste des Tableaux.....	v
Liste des Figures.....	v
1. Introduction.....	1
1.1 Lombard Odier.....	1
1.2 Introduction au domaine de l'infrastructure.....	1
1.3 Lombard Odier Macquarie Infrastructure Fund (« LMIF »).....	5
2. Etude des structures envisageables.....	8
2.1 Les structures de fonds utilisées.....	8
2.1.1 Sur le marché des fonds de placement.....	9
2.1.2 Pour des fonds de private equity.....	11
2.1.3 Pour des fonds d'infrastructure.....	12
2.2 Caractéristiques du nouveau fonds.....	13
2.3 Sélection des formes juridiques à étudier.....	14
2.4 Un contexte européen en pleine mutation.....	17
2.5 L'industrie des fonds luxembourgeois.....	20
2.6 Fonds d'Investissement Spécialisé (FIS).....	24
2.6.1 Cadre légal et réglementaire.....	24
2.6.2 Actionnariat.....	25
2.6.3 Exigences en matière d'évaluation et de reporting.....	26
2.6.4 Agrément et surveillance.....	27
2.6.5 Traitement fiscal.....	27
2.6.6 Etat des lieux.....	28
2.7 Société d'Investissement à Capital Risque (SICAR).....	29
2.7.1 Cadre légal et réglementaire.....	29
2.7.2 Actionnariat.....	30
2.7.3 Exigences en matière d'évaluation et de reporting.....	30
2.7.4 Agrément et surveillance.....	30
2.7.5 Traitement fiscal.....	31
2.7.6 Etat des lieux.....	31
2.8 Mise en place d'un nouveau fonds.....	33
2.9 Création d'un outil de sélection.....	34
3. Synthèse et recommandations.....	35
3.1 FIS et SICAR : des instruments difficiles à partager.....	35
3.2 Recommandations.....	37
3.2.1 Structure recommandée et points à approfondir.....	37
3.2.2 Problème de liquidités : solutions pour un nouveau fonds.....	38
3.2.3 Formalisation des étapes de décision.....	39
4. Conclusion.....	40
Bibliographie.....	41
Annexes.....	
Annexe 1 Couple risque / rendement de l'infrastructure.....	
Annexe 2 LMIF's management structure.....	
Annexe 3 Luxembourg's solutions for UCIs.....	
Annexe 4 General Chart of UCIs categories.....	
Annexe 5 Synthèse des caractéristiques techniques du FIS et de la SICAR.....	
Annexe 6 Avantages et inconvénients du FIS et de la SICAR.....	
Circulaires.....	

Liste des Tableaux

Tableau 1	Catégories des placements en infrastructure	2
-----------	---	---

Liste des Figures

Figure 1	Répartition des actifs des fonds de placement au niveau international	9
Figure 2	Répartition des actifs des OPC européens	10
Figure 3	Evolution du nombre et des actifs nets des OPC	21
Figure 4	Part de marché du Luxembourg pour les fonds étrangers enregistrés à la vente	22
Figure 5	Ventilation des OPC selon les parties I et II de la loi de 2002 et FIS	28
Figure 6	Evolution du nombre des SICAR	32

1. Introduction

1.1 Lombard Odier

La banque Lombard Odier est la plus ancienne et l'une des plus importantes banques privées de la place financière genevoise. Cet établissement est actif aussi bien dans la gestion de fortune pour des clients privés que pour des clients institutionnels. Dans le même temps, Lombard Odier propose une gamme étendue de fonds de placements ainsi qu'un service de Global Custody.

Le siège de cette banque est situé à Genève, mais elle possède aussi des bureaux dans d'autres villes de Suisse ainsi que dans les principales places financières internationales, comme Paris, Londres, Hong Kong, Singapour ou encore Tokyo. Au total, environ deux mille employés travaillent pour Lombard Odier, toutes succursales confondues.

Fondé sur des valeurs telles que la confiance et la discrétion, l'établissement entretient avec ses clients et partenaires des relations qu'il entend être de long terme. Son objectif étant, bien sûr, la gestion de patrimoine dans une perspective durable et respectant des principes d'éthique et d'excellence à tous points de vue.

Début 2007, Lombard Odier saisit l'opportunité d'un partenariat avec la banque d'investissement australienne Macquarie et lance un fonds de placement destiné à investir exclusivement dans des sociétés privées dites d'infrastructure. En effet, au vu du succès remporté par ce type de placement ces dernières années, Lombard Odier a décidé d'inclure cette classe d'actifs à sa gamme de fonds de placement et de la recommander à ses clients.

1.2 Introduction au domaine de l'infrastructure

Avant de se concentrer sur la structure du fonds en elle-même, il est intéressant de découvrir un peu plus en détails le domaine de l'infrastructure et comment ce secteur est en train de devenir une classe d'actifs à part entière, au même titre que les hedge funds ou l'immobilier. Par la suite, nous verrons que certaines caractéristiques de cette classe d'actifs jouent un rôle dans le choix de la forme des véhicules d'investissements qui s'y consacrent.

Investir dans l'infrastructure signifie financer une entreprise qui possède et fait fonctionner une structure ou un réseau de **service essentiel à la communauté**

(Russell Research, *Infrastructure Part I, Why is Infrastructure a Concrete Investment*, Février 2007). Les exemples sont nombreux : autoroutes, sociétés de traitement et distribution des eaux, aéroports, etc. A noter par ailleurs que les structures sociales comme les hôpitaux ou les homes pour personnes âgées peuvent aussi être classées dans la catégorie des investissements en infrastructure. Il existe donc plusieurs types d'infrastructures détaillées dans le tableau ci-dessous :

Tableau 1
Catégories des placements en infrastructure

Actifs de transit	Actifs réglementés	Actifs contractuels	Actifs sociaux d'infrastructure	Infrastructure assimilée
Routes Tunnels Ponts Aéroports Réseaux ferroviaires	Distribution d'électricité Distribution de gaz Distribution d'eau Distribution de produits pétroliers	Réseaux électriques Production électrique Nouvelles énergies Tours de télécommunication Stockage de produits pétroliers	Hôpitaux Maisons de retraite Ecoles	Parkings Systèmes de communication Médias

Source : présentation LMIF – Mars 2010

Etant donné le caractère de service à la collectivité fourni par l'infrastructure, celle-ci fait face à une **demande relativement inélastique**. Cette spécificité permet aux entreprises de générer des **cash-flows stables et prévisibles**. Par ailleurs, la durée de vie de ce type d'investissement étant très longue, ou les concessions accordées basées sur des périodes conséquentes, les projections de revenus peuvent s'étendre aisément sur plusieurs années.

On peut également dire (paradoxalement) que l'**inflation** est profitable à l'infrastructure car dans bon nombre de cas, les opérateurs peuvent facturer au client final un prix plus élevé, indexé sur l'inflation. C'est notamment le cas pour les sociétés d'autoroutes à péages. Dans certaines activités, le revenu encaissé par la société est même déterminé par une formule contenant l'Indice des Prix à la Consommation (IPC) (Lombard Odier, *Infrastructure as an asset Class, FAQ, août 2007*). Enfin, une bonne partie des entreprises d'infrastructure sont **régulées par l'Etat** ce qui leur permet de

profiter de solides barrières à l'entrée dans une activité où la demande est déjà peu volatile.

Toutefois, ces entreprises autrefois détenues par les pouvoirs publics, nécessitent des investissements conséquents. Ces dernières années ont montré que la plupart des gouvernements des pays de l'OCDE, sous la pression des contraintes fiscales et budgétaires, ont dû se défaire de tout ou partie de ces entreprises pour laisser place à des investisseurs privés jugés plus aptes à lever de tels niveaux de fonds (*RREEF Real Estate and Infrastructure, Understanding Infrastructure, décembre 2005*).

On distingue différentes catégories d'infrastructure en fonction de l'état d'avancement de la société. Le terme « **brownfield** » est utilisé pour qualifier les entreprises matures dont les activités sont bien établies. Pour cette première catégorie, les rendements sont stables et le risque relativement faible. A contrario, l'expression « **greenfield** » désigne les entreprises au stade de démarrage ou de développement. Leurs résultats ne sont pas encore complètement stables, ce qui implique un niveau de risque plus élevé.

La combinaison de ses avantages confère à l'infrastructure une **volatilité relativement faible** et une **combinaison rendement / risque intéressante**. Ses perspectives de long terme et les rendements stables qu'elle rapporte, sont des caractéristiques très attractives, notamment pour les investisseurs institutionnels à la recherche d'opportunités de long, voire très long terme.

Il est intéressant de voir où se situe l'infrastructure par rapport aux autres instruments plus traditionnels. L'annexe 1 montre les différentes classes d'actifs en fonction de leur rendement et de leur volatilité (risque). On constate que l'infrastructure se caractérise par un couple rendement / risque différent selon l'état d'avancement du projet (greenfield ou brownfield). Le profil de risque des infrastructures matures s'apparente davantage à l'immobilier, voire aux obligations. Celui des nouvelles entreprises, par contre, est plutôt comparable au private equity ou aux hedge funds.

Depuis quelques années, on assiste à un réel engouement pour cette classe d'actifs. De nombreuses banques et sociétés d'investissement se sont lancées dans ce créneau et ont ainsi créé des fonds de placement en infrastructure. A noter qu'il existe **deux formes d'investissement** dans l'infrastructure :

- **les fonds listés** : il s'agit de **titres cotés** dont l'acquisition se fait en bourse, de la même façon que l'on achète des actions. Ces fonds investissent eux-mêmes dans de l'infrastructure directe (sociétés

privées non cotées) et sont gérés de manière traditionnelle. Ils publient des informations financières régulièrement ;

- **les fonds non-listés** : l'exposition à l'infrastructure par cette forme d'investissement passe par la **prise de participation dans des sociétés privées non cotées**. Cette démarche est souvent mise en place par des banques d'investissement et constitue des placements dits de « private equity ».

Les fonds listés, qui sont cotés en bourse, subissent davantage la volatilité du marché au contraire des fonds non-listés. Par contre, il ne faut pas négliger le **caractère illiquide** des placements d'infrastructure non-listée (*Russell Research, Infrastructure Part II, Building Infrastructure into a Portfolio, Septembre 2007*).

Les banques d'investissement qui proposent des fonds d'infrastructure sont de plus en plus nombreuses. L'offre qu'elles présentent est composée de **deux types de véhicules de placement** :

- les **fonds fermés (closed-ended funds)** sont les plus fréquents au vu de l'horizon d'investissement induit par l'infrastructure. Les investisseurs choisissent d'investir une part de leur capital au lancement du fonds et ne pourront le récupérer, moyennant une plus-value ou moins-value, qu'à la clôture, en général dix ou douze ans plus tard. Cette structure a l'avantage de limiter le processus d'évaluation et la gestion de la liquidité à l'intérieur du fonds ;
- au contraire, les **fonds ouverts (open-ended funds)** sont obligés de valoriser régulièrement les actifs du fonds, ce qui est relativement complexe et sujet à discussions. Ce type de structure, permettant aux investisseurs de rembourser leurs parts, est assez rare. Il implique que le fonds doit disposer de liquidités, ce qui n'est pas chose facile puisque cela signifie qu'il faut vendre un actif dont une des caractéristiques est justement d'être illiquide. Dans ce genre de fonds, si de nouveaux investisseurs sont intéressés à souscrire, ils ne pourront le faire qu'en échangeant des parts avec des clients sortants. Cette transaction sur le marché gris (de gré à gré) a l'avantage d'améliorer la trésorerie du fonds, mais complique la gestion des mouvements de parts.

Les fonds en infrastructure distribuent des **revenus**, dans la plupart des cas à une fréquence semestrielle. Ceux-ci proviennent des dividendes et intérêts versés par les

sociétés détenues. A noter que des dividendes extraordinaires provenant de gains en capital peuvent également être distribués.

Concrètement, la vision de long, voire très long terme que tendent à avoir les fonds d'infrastructure les fait ressembler en bien des aspects à des **fonds de private equity**. De par la nature des actifs d'infrastructure et leur illiquidité, ce sont les **structures fermées** qui sont souvent privilégiées, impliquant que les investisseurs ne peuvent sortir du fonds que lorsque ce dernier arrive à son terme, qui aura été préalablement défini et communiqué.

Le véritable enjeu du choix de la structure réside dans le fait de mettre sur pied un fonds **compétitif au niveau financier**, mais aussi au **niveau fiscal**. Cette seconde contrainte est à analyser aussi bien par rapport au fonds qu'aux investisseurs : l'impact des retenues fiscales pour le fonds ne doit pas l'empêcher d'atteindre la rentabilité escomptée, et l'impôt sur le revenu et le capital auquel sont soumis les investisseurs, ne doit pas être trop élevé, car cela pourrait les dissuader d'investir. S'il est vrai qu'une structure adéquate peut aider à limiter les risques fiscaux, les investisseurs et les autorités de régulation sont en général plus favorables à des structures transparentes et des processus opérationnels clairs (*PwC, Infrastructure, 2009*).

La structure doit donc être adaptée à la clientèle cible du fonds. L'infrastructure étant un investissement particulièrement attractif pour les clients institutionnels, il convient d'établir un fonds dont la structure soit compréhensible et adaptée au cadre légal qui leur est imposé. Par exemple, des restrictions particulières au niveau de la valorisation ou des liquidités peuvent être exigées pour les investissements de certaines caisses de pensions.

Enfin, il s'agit de créer la structure la plus efficiente possible d'un point de vue fiscal tout en inspirant la confiance des investisseurs. De fait, depuis les récents événements qui ont ébranlé la place financière, les clients se montrent plus **méfiant face aux investissements illiquides** et aux **structures complexes**. Cela se traduit par des attentes plus élevées, notamment en termes de **transparence**.

1.3 Lombard Odier Macquarie Infrastructure Fund (« LMIF »)

C'est en mars 2007 que Lombard Odier décide de lancer le fonds Lombard Odier Macquarie Infrastructure en partenariat avec la banque d'investissement australienne Macquarie. Cette dernière est considérée comme leader en matière de placements en infrastructure et Lombard Odier tenait à faire appel à un acteur reconnu sur le marché pour une activité aussi spécifique.

Ce projet s'inscrit dans une démarche de diversification des portefeuilles clients et permet d'assurer un rendement attractif. L'infrastructure est donc vue par la banque Lombard Odier comme une classe d'actifs à part entière devant intégrer l'offre de fonds de placement qu'elle propose. Depuis son lancement, le fonds a effectué quatre autres levées de fonds dont la dernière a eu lieu en juin 2009. Aujourd'hui, la masse sous gestion du fonds LMIF atteint environ 540 millions d'euros¹.

La répartition du portefeuille du fonds LMIF est la suivante : environ 20% des avoirs sous gestion sont placés dans des **actifs liquides** (cash et titres listés, cotés à la bourse australienne). Cette portion du portefeuille permet d'assurer un certain niveau de liquidités et augmente la diversification géographique et sectorielle.

Les **actifs non cotés**, gérés par la banque Macquarie représentent environ 80% du portefeuille. Cette partie des actifs du fonds est composée de six sociétés privées non cotées dont les achats de participations se sont échelonnés depuis le lancement du fonds en 2007. Ces entreprises sont actives dans des secteurs d'activités et des zones géographiques variés, dans plusieurs pays de l'OCDE.

Le fonds LMIF est ce qu'on appelle un **open-ended fund**, autrement dit un fonds ouvert. Les investisseurs peuvent, s'ils le souhaitent, se retirer du capital, mais de nouveaux souscripteurs ne peuvent y entrer que lors d'une levée de fonds ou d'un échange de parts avec un client sortant. Les ordres de remboursement doivent être passés dans les 60 jours précédant la date de la valorisation trimestrielle. Ces remboursements sont soumis à certaines restrictions : ils ne doivent pas dépasser 10% des avoirs à chaque trimestre et 20% sur l'année.

LMIF a été lancé avec pour horizon d'investissement une période de **10 ans** et des perspectives de distribution de revenus allant de 5 à 7%. La VNI (Valeur Nette d'Inventaire) est calculée tous les trimestres et la distribution de dividendes se fait sur une base semestrielle. Les trois classes existantes (euros, francs suisses et dollars US), permettent aux clients de sélectionner celle qui correspond le mieux à la composition de leur portefeuille. A noter que les dividendes sont versés dans la monnaie de référence de la classe.

L'annexe 2 illustre la structure actuelle du fonds Lombard Odier Macquarie Infrastructure. Celui-ci a été établi sous forme de **Limited Partnership (LP) selon la juridiction de Jersey**, autrement dit sous la forme d'une société en commandite. Le General Partner, en l'occurrence Lombard Odier Infrastructure Fund GP Limited est

¹ Etat du portefeuille au 28.02.2010

une société enregistrée à Jersey et agit en tant qu'associé indéfiniment responsable. Le comité de direction de cette société est composé de 6 membres chargés de prendre les décisions qui concernent le fonds.

L'**administration** du fonds est déléguée à la succursale de Lombard Odier à Jersey, et les activités de **banque dépositaire** sont effectuées à Gibraltar. Les Limited Partners ne sont autres que les clients ayant souscrit dans le fonds, et dont la responsabilité est limitée à l'apport individuel.

La **gestion du fonds** a été confiée à la banque australienne Macquarie dont les activités de banque d'investissement et de gestion de fonds d'infrastructure sont largement reconnues. Elle est responsable d'identifier et de proposer des opportunités d'investissements (ou de désinvestissements), de superviser la bonne marche des affaires des sociétés détenues par LMIF et de fournir les évaluations des sociétés à intervalles réguliers.

Le cycle de vie de l'investissement mis en place par Macquarie se veut créateur de valeur. La banque australienne s'implique dans la gestion des entreprises pour chercher en permanence des solutions améliorant leurs performances, tant opérationnelles que financières. Cela passe par du conseil mais également par une représentation au sein même de la direction des sociétés. Celles-ci peuvent être restructurées (structure du capital, vente de certains biens, etc.) afin de les rendre plus rentables. Ainsi, à terme, elles pourront faire l'objet d'une vente (take over) ou d'une entrée en bourse (IPO).

Depuis quelques années, les investisseurs montrent un réel intérêt pour l'infrastructure, ce qui laisse à penser qu'il serait possible de lever encore des fonds pour cette classe d'actifs. Dans cette optique, il semble vraisemblable que Lombard Odier, en partenariat avec Macquarie, décide de lancer un nouveau fonds. Or, certaines caractéristiques du fonds LMIF, notamment liées à sa structure, se révèlent être des inconvénients. C'est pourquoi, si un nouveau fonds était créé, une autre structure serait choisie. Par ce biais, l'objectif serait de réduire, et si possible, de supprimer ces inconvénients.

Un argument supplémentaire à l'étude de structures différentes de la LP, réside dans le fait que depuis la mise en place de LMIF, la loi luxembourgeoise a passablement évolué et offre actuellement un panel de véhicules qui n'existaient pas en 2007, ou alors qui n'existaient que depuis très peu de temps.

Ces dernières années, le Luxembourg se profile toujours plus comme place financière de choix en matière de fonds de placement. Ce constat amène bon nombre de

sociétés de gestion à analyser les possibilités offertes par la juridiction de ce pays. En effet, depuis quelques années, le Luxembourg développe de plus en plus de solutions pour les placements alternatifs et vient ainsi concurrencer certaines législations offshore presque exclusivement utilisées pour ce genre de fonds jusqu'ici. Parmi elles on peut citer Jersey, mais aussi les Iles Cayman, ou encore les Iles Vierges Britanniques.

La suite de ce document vise donc à proposer une ou plusieurs structure(s) possible(s) pour un éventuel nouveau fonds d'infrastructure. Il s'agira d'abord d'adopter une vision globale de l'industrie des fonds de placement au niveau mondial. Puis, la recherche se concentrera sur les structures choisies par des fonds semblables (private equity et infrastructure). Ensuite, les caractéristiques du nouveau fonds seront établies et serviront d'hypothèse de base pour l'analyse de plusieurs structures envisageables.

Une fois ces structures sélectionnées, elles seront étudiées en mettant en avant leurs avantages et inconvénients. L'objectif étant, au terme de ce rapport, d'établir une recommandation finale tenant compte de l'ensemble des paramètres liés à la fiscalité, à l'environnement financier actuel et aux caractéristiques du fonds envisagé.

2. Etude des structures envisageables

2.1 Les structures de fonds utilisées

Avant de se focaliser sur les types de structures possibles pour un éventuel nouveau fonds Lombard Odier, il est intéressant d'avoir un petit aperçu de ce qui se fait sur le marché des fonds de placement d'une manière globale. Les deux autres parties de ce premier chapitre de l'analyse se concentreront sur des structures semblables aux fonds d'infrastructure. Il sera évoqué une interview interne avec un responsable du département private equity ainsi qu'une conférence téléphonique avec un manager de Macquarie, qui permettront de mettre en lumière les tendances en matière de private equity et d'infrastructure.

Sur le marché

- Domination des Etats-Unis et de l'Europe en termes de répartition des actifs.
- En Europe, domination du Luxembourg devant la France et l'Irlande.

Pour les fonds de private equity et d'infrastructure

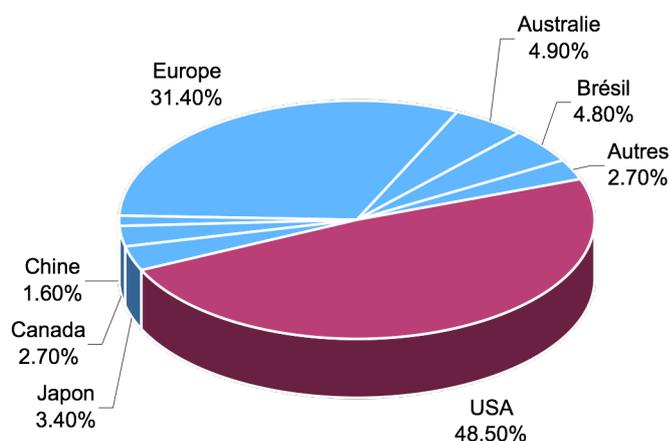
- Fonds fermés généralement sous forme de LP.
- Apparition de SICAF, SICAR et FIS plus récemment en private equity.

2.1.1 Sur le marché des fonds de placement

L'industrie des fonds de placement s'est largement développée ces vingt dernières années. Ce type de placement collectif, qui permet de déléguer la gestion des actifs tout en pouvant sélectionner une stratégie de placement, est autant utilisé par des clients privés qu'institutionnels. Chaque pays a mis en place sa propre législation en matière d'Organismes de Placement Collectif (OPC), autrement dit, de fonds de placement. Par exemple, la Suisse a procédé en 2006 à une révision en profondeur de sa loi sur les fonds de placement. Elle se nomme maintenant Loi sur les Placements Collectifs de Capitaux (LPCC) et permet d'accroître les possibilités de l'ancienne législation.

Dans sa publication statistique trimestrielle intitulée « International Statistical Release, Worldwide Investment Fund Assets and Flows », l'EFAMA (European Fund and Asset Management Association) montre la répartition géographique des fonds de placement à l'échelle mondiale :

Figure 1
Répartition des actifs des fonds de placement au niveau international
[parts de marché à la fin du 4^{ème} trimestre 2009]



Source : EFAMA – International Statistical Release (2009 : Q4)

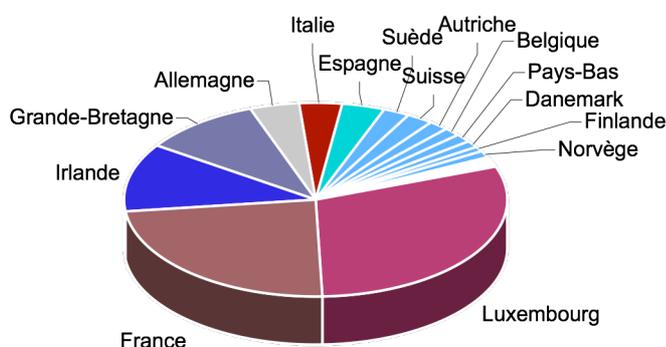
Même si deux régions dominent, on note une participation active de l'Australie, mais aussi du Brésil et du Japon qui commencent à percer le marché actuellement dominé par les grosses places financières que sont l'Europe et les Etats-Unis.

En Europe, presque tous les pays présents sur le marché des fonds de placement ont montré une nette croissance de leurs actifs sous gestion en 2009, et ce, en grande partie grâce à la reprise des marchés financiers. En tête se trouve la Grande-Bretagne

qui a enregistré une croissance de près de 40%. Elle est suivie, dans l'ordre, par l'Allemagne, le Luxembourg, l'Irlande, la France et l'Italie (EFAMA – *Quarterly Statistical Release, Trends in the European Investment Fund Industry, Mars 2010, page 8*).

La figure ci-dessous montre la répartition des actifs par domicile des fonds en Europe à la fin de l'année 2009. Sans surprise, le **Luxembourg** arrive en tête du classement avec **30.1%**.

Figure 2
Répartition des actifs des OPC européens
[parts de marché au 31.12.2009]



Sources : EFAMA – Quarterly Statistical Release, mars 2010

Il est suivi par d'autres pays très exploités en matière de domiciliation de fonds : la **France (23.7%)**, l'**Irlande (11.3%)**, la **Grande-Bretagne (10.1%)** et l'**Allemagne (4.2%)**. Les autres pays sont des acteurs plus marginaux dont la part de marché se situe entre 1% et 3% seulement. Etonnamment au vu de sa place dans le monde de la finance, la Suisse fait partie de ces pays, avec un timide 2.2%. Les nouveaux pays de l'Union Européenne sont, eux, en fin de classement avec des parts de marché en dessous de 1%.

Cet aperçu reste très général et n'a pas vocation de se focaliser sur un type de fonds de placement particulier. Dans le cadre de cette étude, il est intéressant de voir quels sont les pays utilisés pour des structures de **private equity**. Un document publié en janvier 2006 par l'association EVCA (European Private Equity & Venture Capital Association) et intitulé « *Private Equity Fund Structures in Europe* » détaille, entre autres, les caractéristiques des juridictions européennes suivantes : Autriche, France,

Allemagne, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Grande-Bretagne. Ce document mentionne également la Suisse et les Etats-Unis pour produire une comparaison exhaustive. En matière de private equity, il est également possible de s'intéresser à des juridictions comme la Belgique, les Iles Cayman, les Iles Vierges Britanniques, ou encore Jersey.

2.1.2 Pour des fonds de private equity

Après avoir passé en revue les différentes juridictions utilisées et suggérées en théorie, j'ai souhaité avoir un aperçu de ce qui se pratique au sein de la banque Lombard Odier en matière de private equity. Une entrevue² avec C. Tritten (Senior Vice President et responsable du département Private Equity à Genève) a confirmé que les fonds de private equity sont en général des fonds fermés. Il est difficile, voire impossible selon lui, de pouvoir fournir un certain niveau de liquidité dans un fonds avec des actifs sous-jacents dont la caractéristique est justement d'être illiquides. Le fait de mettre en place des possibilités de remboursement a dans tous les cas un coût, que ce soit en termes de risques (frais à titre de garantie pour la vente d'un actif à une valeur déterminée) ou de performance. Quant à la structure, la Limited Partnership est semble-t-il la plus utilisée en private equity car elle est avantageuse en termes de coûts et d'administration. Par contre, C. Tritten a mentionné que des SICAF, SICAR, et même des FIS de droit luxembourgeois existent également.

Concernant un éventuel nouveau fonds avec Macquarie, il a suggéré une forme de FIS constitué en Société en Commandite par Actions (SCA). Un fonds de private equity est d'ailleurs en train d'être lancé sous cette forme, qui aurait comme avantage de maintenir Lombard Odier en tant que dirigeant du fonds, comme c'est le cas dans la structure de management de la LP actuelle.

Pour conclure l'entretien, il a été mis en évidence l'importance de fragmenter le choix d'une structure de fonds en plusieurs axes, dont notamment :

- le pays ou la région d'origine des clients que l'on souhaite viser,
- le type de clients (institutionnels ou particuliers fortunés),
- le profil de risque des actifs sous-jacents (ici : greendfield ou brownfield),

puis d'analyser, en fonction de chacune des caractéristiques des structures étudiées, laquelle (ou lesquelles) répond (ou répondent) le mieux aux objectifs visés. Quoi qu'il

² En date du 26 avril 2010

en soit, dans ce genre de décision, il y a un arbitrage à faire entre deux aspects a priori contradictoires : dans un sens, il faut tenter de mettre en place une **structure relativement simple** offrant une certaine **transparence** (pour les investisseurs et auprès des autorités fiscales de chaque pays), et, dans un autre sens, cette structure doit être **optimale d'un point de vue fiscal**. Or souvent, ce sont les structures dites complexes qui permettent de contourner et / ou de limiter les impacts fiscaux.

C. Tritten a expliqué qu'il n'existe **pas de réponse unique** à la question : quelle pourrait être la structure idéale pour un fonds ? A ses yeux, même pour des experts, il est très délicat de s'avancer sur un tel sujet, tant le choix dépend d'une **multitude de paramètres complexes**.

2.1.3 Pour des fonds d'infrastructure

Pour cibler encore davantage les recherches sur l'objet de ce rapport (un fonds d'infrastructure) j'ai pu avoir une conversation téléphonique³ avec A. Ross, Executive Manager chez Macquarie. Cela m'a permis d'éclaircir certains aspects par rapport à l'exception que semble être LMIF dans le paysage des fonds d'infrastructure. De fait, A. Ross a confirmé que la grande majorité des fonds d'infrastructure ne permettent pas aux investisseurs de se faire rembourser leurs parts. Même si les clients tendent à préférer des fonds liquides, il est particulièrement difficile de proposer ce genre de possibilités dans le cadre d'un fonds d'infrastructure directe, puisque cela implique de vendre un des actifs sous-jacents.

Selon A. Ross, les fonds Macquarie distribués en Europe ont, eux aussi, des structures de Limited Partnership de Jersey. Ces fonds ont sans doute été créés quelques années avant LMIF. La question de la transparence a, bien entendu, été évoquée, mais il semblerait que cet aspect soit relativement peu important pour les clients institutionnels qui sont plus touchés par des questions d'efficience du fonds, que par des préoccupations structurelles.

Cette conversation a permis de conclure que le choix de structure d'un fonds dépend grandement des pays, autrement dit des juridictions auprès desquelles il sera distribué. De fait, il est difficile de définir une structure idéale puisque chaque pays dispose d'une législation différente et impose une structure particulière.

Selon A. Ross, l'idée serait donc de lancer un fonds avec une structure la plus générale possible, adaptée au plus grand nombre de pays de la zone géographique

³ Le 13 avril 2010, à laquelle F. Hirschi (Senior Vice President chez Lombard Odier) a également participé.

voulue (par exemple l'Europe). Si l'une des législations ne se prête pas à la structure choisie, il faudra alors trouver une solution alternative. Il a notamment été évoqué le cas observé de la création d'un fonds allemand ayant lui-même des parts d'un fonds luxembourgeois qui investit ensuite dans une LP de Jersey (inaccessible pour les investisseurs allemands). Il va sans dire que si la vente n'est prévue que dans un seul pays, il est conseillé d'utiliser les structures du pays en question.

2.2 Caractéristiques du nouveau fonds

Un postulat de départ :

- **Fonds fermé** (closed-ended fund)
- **Durée de vie** : 10 ans
- **Investissements** : infrastructure non cotée
- **Investisseurs** : clients institutionnels européens

Des points en suspens :

- Monnaie de référence du fonds
- Profil de risque des actifs sous-jacents (infrastructure mature ou en développement, pays de l'OCDE ou pays émergents)

Pour déterminer de manière optimale quelle(s) structure(s) est (sont) adaptés(s) pour le nouveau fonds, il est important d'en établir quelques caractéristiques. Il s'agit d'un **postulat de base** et il va sans dire que si l'un des paramètres devait être différent en réalité, il faudrait en apprécier l'importance / les conséquences sur la structure avant d'attribuer la recommandation initiale.

Le futur fonds sera très probablement un **closed-ended fund**. Comme expliqué plus haut, dans le domaine de l'infrastructure, LMIF fait figure d'exception en permettant aux investisseurs de sortir du fonds. Il est apparu que cela induit

beaucoup de complications au vu du caractère illiquide des placements d'infrastructure. A noter qu'au lancement du fonds LMIF, la décision de créer un fonds ouvert avait été prise en toute connaissance de cause et se justifiait par le fait qu'il semblait difficile d'imposer à des clients privés de bloquer leurs avoirs dans un fonds pour une dizaine d'années.

Tout comme LMIF, le fonds aurait sans doute une durée de vie de **10 ans**. En revanche, il serait plutôt envisagé de n'investir que dans des **infrastructures non cotées**. De fait, la partie cotée du portefeuille n'a de sens que si elle permet de répondre à un besoin de liquidité. Dans le cadre d'un closed-ended fund, elle ne se justifierait plus.

Les investisseurs ciblés pour ce nouveau fonds seraient sans doute des **clients institutionnels** étant donné que les caractéristiques mêmes de l'infrastructure attirent naturellement ce type de clients. Bien sûr, les clients privés ne sont pas écartés, même s'il sera sans doute plus difficile de promouvoir ce fonds auprès d'investisseurs privés

hors de Lombard Odier. Au niveau géographique, nous partons de l'hypothèse que la distribution du fonds sera para-européenne.

Il reste cependant encore des éléments à définir, notamment la **monnaie de référence** dans laquelle le fonds serait lancé et la pertinence de proposer une classe en francs suisses (hedgée ou non). Cette possibilité offerte aux clients de LMIF semble en effet moyennement justifiée puisque les clients institutionnels (dont la grande majorité détient des parts en CHF) ont en général leur propre système de hedging.

Enfin, la question du **profil de risques des actifs sous-jacents** du fonds n'est pas non plus définie ici. Il s'agira de déterminer si le fonds investit dans des infrastructures matures (brownfield) ou en développement (greenfield) et dans quelle(s) région(s) : dans les pays de l'OCDE, ou dans des pays émergents, par exemple.

Bien entendu, les paramètres énumérés ci-dessus ne sont ni exhaustifs ni immuables. Il faudra donc établir avec plus de précision ces éléments le moment venu. Toutefois, les caractéristiques principales que sont le type de fonds (fermé), la clientèle ciblée (institutionnelle) et la durée de vie (10 ans), permettent déjà d'établir des propositions de structures.

2.3 Sélection des formes juridiques à étudier

Une juridiction privilégiée :

- **Le Luxembourg** : couramment utilisé chez LO, législation souple et excellente réputation sur le marché

Deux structures étudiées :

- **Le FIS** (Fonds d'Investissement Spécialisé)
- **La SICAR** (Société d'Investissement à Capital Risque)

Le premier chapitre de cette analyse, qui faisait état des structures utilisées sur le marché, a permis de faire une première sélection de structures à étudier. D'abord, même si les pays de l'Union Européenne sont nombreux à offrir des possibilités de structures de fonds, il ne semble pas pertinent ici de s'intéresser à une juridiction précise comme l'Allemagne ou la France, puisque souvent ces dernières sont trop

spécifiques et ne permettent pas de commercialiser le fonds dans d'autres pays de l'UE. Or, l'éventuel nouveau fonds serait vendu à travers toute l'Union Européenne. Dans ce cas, la souplesse de ses lois ainsi que les possibilités de structures qu'il offre sont des arguments indiscutables en faveur du **Luxembourg**.

Au début de ce travail, et sur la base du postulat de départ expliqué au chapitre précédent, j'avais donc sélectionné quatre formes de sociétés :

- La Limited Partnership (LP) de droit de Jersey,

- La Société en Commandite de Placement Collectif de droit suisse (équivalent de la LP de Jersey),
- Le Fonds d'Investissement Spécialisé (FIS) de droit luxembourgeois,
- La Société d'Investissement à Capital Risque (SICAR) de droit luxembourgeois.

Après une première analyse et quelques discussions en interne, j'ai décidé de concentrer mes recherches sur les deux structures luxembourgeoises que sont le FIS et la SICAR.

D'abord, c'est la Société en Commandite de Placement Collectif de droit suisse qui a été écartée. En effet, d'un point de vue stratégique, il serait bienvenu d'utiliser une structure de l'Union Européenne, surtout au vu des récentes accusations que subit la place financière suisse. De plus, la loi helvétique, malgré les efforts faits ces dernières années en matière de LPCC (Loi sur les Placements Collectifs de Capitaux), n'offre pas autant de possibilités que la juridiction luxembourgeoise.

Après cette première sélection, je me suis intéressée aux arguments favorables (ou non) à un fonds domicilié à Jersey plutôt qu'au Luxembourg. Même si la structure de LP de Jersey est celle utilisée actuellement, elle a des inconvénients qui ont déjà été soulevés en interne et qui pourraient être évités en choisissant une structure luxembourgeoise. Bien que ce préavis négatif vis-à-vis de la LP incitait à l'exclure d'office du champ des recherches, j'ai tout de même voulu avoir davantage d'arguments pour confirmer l'attrait des structures luxembourgeoises. Pour cela, j'ai interrogé plusieurs responsables en interne, ayant tous une activité en lien avec les fonds de placement. Les arguments avancés sont synthétisés ci-dessous :

- **Argument au niveau fiscal** : il s'agit d'un argument majeur étant donné qu'un fonds d'infrastructure, de par ses caractéristiques, crée des revenus importants et réguliers. Les structures de Jersey étant considérées comme des fonds offshore, elles ne peuvent pas bénéficier des taux d'imposition avantageux dont disposent les fonds luxembourgeois. Les fonds de Jersey n'ont pas non plus accès à des accords de double imposition et ne peuvent donc pas récupérer l'impôt à la source, au contraire des fonds domiciliés au Luxembourg. Par rapport aux investisseurs, la question est en revanche plus complexe. Chaque pays de l'UE impose ses propres règles en matière de traitement fiscal et cela dépend souvent de la forme du fonds

(contractuelle ou sous forme de société). La question de la forme juridique du potentiel nouveau fonds est donc un point en suspens qui nécessitera l'analyse au cas par cas de l'origine des clients visés.

- **Argument concernant la vente** : même si les clients n'ont pas été interrogés sur ce point, il semble que les investisseurs européens préfèrent des structures de fonds luxembourgeoises, provenant de l'Union Européenne. Comme expliqué plus haut, cet engouement fait partie d'une tendance générale à la concentration de la domiciliation des fonds au Luxembourg. A noter que ce phénomène est également une conséquence d'un mouvement global visant à réguler davantage le marché des fonds de placement au sein de l'Union Européenne (voir chapitre suivant à ce sujet).
- **Argument en termes d'image ou de crédibilité** : les récents événements qui ont marqué le monde de la finance, et notamment l'affaire Madoff, ont conduit les clients à adopter un comportement plus prudent dans le choix de leurs placements. Cette méfiance pourrait les amener à refuser d'investir dans des fonds de Jersey, des Iles Cayman ou encore des Iles Vierges Britanniques (en d'autres termes des pays, ou anciens pays de la liste grise des paradis fiscaux). Ce dernier argument a été confirmé par plusieurs personnes qui ont insisté sur le fait que le lancement d'un fonds domicilié à Jersey récolterait probablement un succès mitigé.

Ces différents éléments m'ont donc amenée à cibler les recherches sur les structures luxembourgeoises. Cette décision, appuyée par bon nombre de personnes, suit une logique déjà appliquée en interne puisqu'une grande majorité des fonds de la banque Lombard Odier (près de 85%⁴) sont de droit luxembourgeois. Les deux véhicules intéressants dans cette législation sont le **Fonds d'Investissement Spécialisé (FIS)** et la **Société d'Investissement à Capital Risque (SICAR)**, qui ont déjà été mentionnés plus haut. Ces deux structures, relativement récentes dans le paysage juridique luxembourgeois, sont particulièrement adaptées aux **fonds alternatifs**.

Dans les faits, les fonds établis au Luxembourg offrent une crédibilité et une image de marque qui sont très valorisées sur le marché et dans l'industrie des fonds de placement en général. Il faut dire que cette place financière est reconnue pour la

⁴ Selon analyse de la base de données des fonds de placement de la banque Lombard Odier

qualité de ses prestations en matière de placements collectifs et les infrastructures dont elle dispose sont particulièrement adaptées pour assurer un suivi complet des fonds : système d'autorisation, enregistrement, règlement des opérations, etc. En plus, le Luxembourg améliore constamment ses prestations et tente en permanence d'offrir de nouveaux produits pour s'adapter aux développements de l'industrie (http://www.alfi.lu/sites/default/files/files/Publications_Statements/Brochures/ucits_IV_brochure2.pdf, consulté le 01.05.2010).

2.4 Un contexte européen en pleine mutation

Avant d'aborder les deux structures luxembourgeoises sélectionnées, il est nécessaire d'adopter une vision plus globale pour appréhender les tendances actuelles sur le marché européen. Celui-ci subit des changements qui ont un impact sur les activités financières au Luxembourg. Il faut savoir en effet que, depuis une vingtaine d'années, le succès des Organismes de Placement Collectif a conduit l'industrie européenne des fonds d'investissement à se développer considérablement et cela a rapidement nécessité la mise en place d'un système de régulation uniforme pour l'ensemble des pays de l'Union Européenne.

Les directives UCITS :

- Répondent à un besoin croissant d'uniformisation.
- Introduisent la notion de passeport européen.

La directive AIFM :

- Conçue pour mettre en place un cadre plus contraignant pour les fonds alternatifs.
- Suscite de nombreux débats. Les discussions sont toujours en cours.
- Le texte pourrait être voté durant l'été 2010.
- Entrée en vigueur prévue en 2011.

Une des premières étapes de ce processus d'harmonisation n'est autre que l'entrée en vigueur, en 1985, de la première **directive UCITS**⁵. Celle-ci introduisait la notion de passeport européen⁶ pour les OPCVM de type open-ended fund investissant dans des valeurs mobilières (telles que les actions et les obligations). Depuis, le marché continuant d'évoluer, une nouvelle directive (UCITS III) a été adoptée en 2002. Sa vocation était de continuer l'uniformisation en attribuant également le passeport européen à d'autres formes d'OPCVM et aux sociétés de gestion. Mais elle a aussi permis de simplifier les règles sur la présentation des prospectus qui sont maintenant

⁵ Ces lettres désignent l'expression anglophone « Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities », autrement dit Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM).

⁶ Le fait de bénéficier du passeport européen permet aux fonds d'être distribués à travers toute l'UE sans trop de formalités. S'ils ne disposent pas du passeport, les fonds doivent s'enregistrer auprès de chaque pays où ils sont vendus et en respecter les dispositions.

utilisables à travers toute l'UE (<http://www.banque-finance.ch/numeros/76/29.pdf>, consulté le 01.05.2010).

Aujourd'hui, le label UCITS est mondialement reconnu et atteste d'un système de régulation largement apprécié, au-delà même des frontières européennes. Pourtant, certains problèmes subsistent, notamment certaines lacunes au niveau de la notion de passeport. Il a aussi été observé une augmentation du nombre de petits acteurs sur le marché qui n'atteignent malheureusement pas une rentabilité suffisante. La mise en œuvre de la nouvelle directive UCITS IV en juillet 2011 devrait permettre de remédier à ces difficultés. Selon un article publié par Ernst & Young en juillet 2009 (http://www.ey.com/LU/en/Newsroom/PR-activities/Articles/article_2009-UCITS4-july09, consulté le 01.05.2010), cette directive apportera six changements majeurs :

- simplification de la procédure de notification auprès des Etats membres ;
- procédure facilitant les fusions d'OPCVM (domestiques et transfrontalières) ;
- introduction de la structure « master-feeder » pour les OPCVM ;
- entrée en vigueur d'un document « Key Investor Information » en remplacement du prospectus simplifié ;
- passeport pour la société de gestion ;
- renforcement des exigences réglementaires (au niveau organisation, gestion des risques, conflits d'intérêts et règles de conduite).

A l'heure actuelle, le marché se prépare à appréhender ces nouvelles dispositions. Un rapport publié par KPMG et RBC Dexia analysant les impacts probables de la directive UCITS IV (<http://www.rbcdexia.com/documents/EN/Misc/UCITS%20IV%20report%20FR.pdf>, consulté le 01.05.2010), ne prévoit pourtant pas qu'elle déclenchera une révolution au sein de l'industrie. Par contre, selon le même rapport, cette directive permettra sans doute d'envisager de « *nouvelles opportunités d'affaires* ». Il est évoqué notamment la diminution des coûts et la rationalisation des structures de fonds grâce à l'introduction de la procédure simplifiée de fusion. Le rapport laisse aussi entendre que le nombre d'acteurs sur le marché risque de diminuer.

Il ne sera pas fait état ici de beaucoup plus de détails concernant cette nouvelle directive puisqu'aucune des deux structures sélectionnées pour ce travail ne bénéficie

du passeport européen. De fait, les directives UCITS ne s'appliquent ni à la loi sur le FIS ni à celle sur la SICAR (voir détails ci-après). Il semblait malgré tout important de les mentionner puisque l'évolution de ces directives impactera le marché des OPCVM d'une manière globale.

Depuis plusieurs années, les placements alternatifs que sont par exemple les hedge funds ou le private equity rencontrent un succès croissant. Malheureusement, en plus d'avoir été impactés par la crise, ces fonds sont souvent pointés du doigt et accusés d'être à l'origine de la débâcle financière. C'est dans ce contexte troublé que l'Union Européenne œuvre pour la mise en place d'un système de régulation plus contraignant pour ces fonds, dont les activités sont assez peu réglementées.

La Commission Européenne a donc présenté en avril 2009 un texte intitulé **Directive AIFM** (Alternative Investment Fund Manager). Cette première ébauche, qui fait largement débat auprès des autorités législatives européennes, a pour vocation d'instaurer davantage de contrôles pour les fonds alternatifs, c'est-à-dire les fonds non-UCITS. Autrement dit, elle concerne dans une large mesure les fonds de private equity et les hedge funds.

La directive AIFM s'appliquerait aux gestionnaires de fonds alternatifs établis en Europe et imposerait notamment des règles en matière d'organisation, de conduite des affaires, et de reporting (http://www.ey.com/LU/en/Newsroom/PR-activities/Articles/article_2009-directive-aifm-evolution-environnement-reglementaire-europeen-october09, consulté le 12.04.2010). En échange de ces contraintes, les fonds alternatifs pourraient disposer d'un passeport européen leur permettant d'être distribués dans l'UE.

Concrètement, les gérants non-européens ne pourraient commercialiser leurs fonds alternatifs qu'après avoir été enregistrés auprès des autorités de chaque pays. Il leur serait également demandé de fournir diverses informations nécessitant ainsi des démarches administratives contraignantes. Cela n'est donc pas du tout favorable aux gérants américains, mais pas seulement.

Ce texte divise donc et suscite de vives réactions au sein de la place financière européenne. Un article publié dans le journal « Le Temps » du 17 mars 2010 (<http://letemps.ch/Page/Uuid/61788ef0-3144-11df-9e7d-ad31e4c19ee1|0>, consulté le 02.05.2010) évoque la dure confrontation qui oppose les pays de l'UE. De son côté, par exemple, la France est favorable à un plus grand encadrement des fonds alternatifs, insistant sur le fait que les fonds domiciliés ou gérés dans des pays tiers ne puissent accéder au marché européen qu'après en avoir obtenu l'autorisation auprès

des pays concernés. Or ces fonds étant supérieurs en nombre, cette directive est plutôt vue comme « discriminatoire » à leur égard.

Londres s'est fermement opposée à cette directive. Selon une interview de Martin Thommen, Président de la Swiss Funds Association (<http://genevievebrunet.typepad.com/finance/2010/03/interview-de-martin-thommen-président-de-la-swiss-funds-association.html>, consulté le 02.05.2010), « ...la Grande Bretagne s'oppose à cette directive parce qu'elle souhaite que les gérants de hedge funds ou de fonds de private equity installés à Londres gardent une marge de manœuvre suffisante ». Pour la Suisse, ce texte aura aussi des conséquences puisque les gestionnaires de fonds alternatifs pourraient être amenés à s'expatrier dans l'UE à moins que notre pays puisse obtenir l'acceptation de l'Union pour ses fonds alternatifs.

Suite à l'intervention de la Grande-Bretagne, les discussions sur cette directive européenne ont été repoussées. La prochaine réunion du Conseil des affaires économiques et financières⁷ (ECOFIN) devrait se tenir au mois de mai 2010. Si tout se déroule normalement, le texte devrait être voté durant l'été 2010, mais n'entrerait pas en vigueur avant 2011.

L'évolution du marché suite à l'entrée en vigueur de la Directive UCITS IV ainsi que la progression des débats concernant la directive AIFM sont des points clés à suivre avec attention ces prochaines années. Ces deux textes sont susceptibles de modifier l'industrie des fonds de placement en Europe ainsi que le mode d'organisation et la stratégie des acteurs de ce marché.

2.5 L'industrie des fonds luxembourgeois

Comme démontré ci-dessus, le Luxembourg est une place financière de choix pour l'industrie des fonds de placement. Le rapport annuel 2009 de la Commission de Surveillance du Secteur Financier⁸ (CSSF) (http://www.cssf.lu/uploads/media/RA09_integral.pdf, consulté le 01.05.2010) indique que le nombre d'Organismes de Placement Collectif (OPC) sous sa juridiction au 31 décembre 2009 s'élève à 3'463, contre 3'371 une année plus tôt, ce qui constitue une augmentation de 2.7%. La CSSF indique également que le nombre de ces fonds a subi une croissance de 1'833 unités ces dix dernières années, soit une croissance annuelle de 11.2%.

⁷ Conseil composé des ministres de l'économie et des finances des Etats membres de l'UE.

⁸ Autorité de surveillance luxembourgeoise.

Le même rapport d'activité indique également :

« ...L'afflux de capitaux nouveaux et les performances des principales bourses financières ont fait grimper le patrimoine global des OPC luxembourgeois de EUR 281,3 milliards en un an pour atteindre EUR 1'841,0 milliards au 31 décembre 2009 (+18%). Cette croissance des actifs nets provient à raison de 30% des émissions nettes et à raison de 70% de la hausse des marchés boursiers ».

(http://www.cssf.lu/uploads/media/RA09_integral.pdf, consulté le 01.05.2010).

Les chiffres énoncés ci-dessus démontrent bien le rôle de plus en plus important qu'occupe le Luxembourg dans l'industrie des fonds de placement. La figure 3 vient confirmer cette tendance en mettant en évidence l'évolution du nombre et des actifs nets des OPC ces dix dernières années au Luxembourg.

Figure 3
Evolution du nombre et des actifs nets des OPC



Sources : rapport annuel 2009 de la CSSF

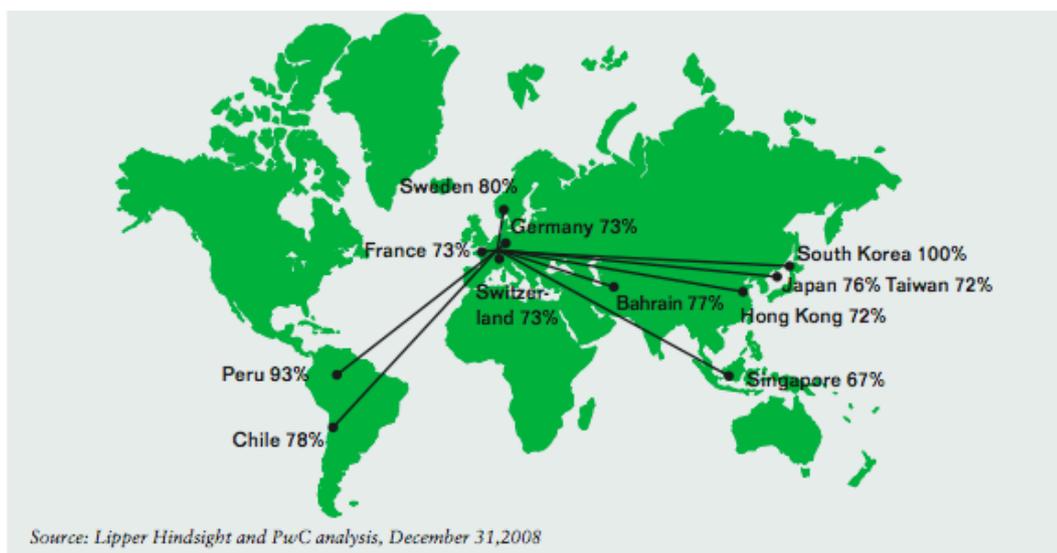
Selon toute vraisemblance, cette concentration sera encore accentuée par la nouvelle directive UCITS. Cela a été confirmé par l'analyse publiée par KPMG et RBC Dexia qui vise à estimer l'impact de la réforme UCITS IV sur l'industrie européenne des fonds d'investissement (<http://www.rbcdexia.com/documents/EN/Misc/UCITS%20IV%20report%20FR.pdf>, consulté le 01.05.2010). Du fait que la nouvelle directive prévoit

d'instaurer un passeport pour les sociétés de gestion, les auteurs ont interrogé des gestionnaires sur le lieu qu'ils privilégieraient dans l'optique d'une centralisation des activités de gestion : 43% d'entre eux ont cité le Luxembourg. Les raisons invoquées sont entre autres, la **proximité des marchés européens**, les **régimes fiscaux favorables** et la **renommée de la place**. Lorsque les gestionnaires ont été questionnés quant au lieu de l'administration globale qu'ils retiendraient, près de trois quarts d'entre eux ont également choisi le Luxembourg.

Il est indéniable que cette place financière bénéficie de compétences locales de qualité ainsi que d'un cadre légal et réglementaire solide. Ces éléments, conjugués avec un régime fiscal attrayant, font du Luxembourg un lieu privilégié en termes de réputation auprès des investisseurs, mais aussi auprès des distributeurs de l'Union Européenne (<http://www.rbcdexia.com/documents/EN/Misc/UCITS%20IV%20report%20FR.pdf>, consulté le 01.05.2010).

Toutefois, les pays hors de l'UE sont eux aussi nombreux à exploiter l'offre du Luxembourg en matière de fonds d'investissement, comme le montre la figure ci-dessous :

Figure 4
Part de marché du Luxembourg pour les fonds étrangers
enregistrés à la vente



La réglementation luxembourgeoise sur les Organismes de Placement Collectif (OPC ou UCI en anglais pour Undertaking for Collective Investment) est composée de 3 parties qui sont schématiquement expliquées et détaillées aux annexes 3 et 4. Les

fonds créés sur la base de la **première partie de la loi** sont des fonds dits « UCITS » c'est-à-dire qu'ils sont **conformes aux directives UCITS III**. L'une de leurs caractéristiques est qu'ils bénéficient du **passport européen** qui leur permet d'être distribués dans toute l'Union Européenne sans trop de formalités. Les investissements de ces fonds sont limités à des valeurs mobilières telles qu'actions ou obligations et leur forme doit être celle d'open-ended funds.

La loi luxembourgeoise, une juridiction en 3 parties :

- **Partie I** : fonds UCITS bénéficiant du passeport européen
- **Partie II** : fonds non-UCITS (non conformes à la directives UCITS III) avec politique de placement plus étendue
- **FIS** : conçu pour les investisseurs avertis, aucune restriction concernant la politique de placement

A contrario, les véhicules de placement établis selon la **deuxième partie de la loi** ne peuvent distribuer leurs parts dans l'UE qu'à condition de respecter les dispositions de l'organe de régulation du pays concerné. Leur politique de placement en revanche, est beaucoup plus large puisqu'ils sont autorisés à investir dans d'autres actifs que les valeurs mobilières, comme l'immobilier ou les placements alternatifs.

Enfin, la **troisième partie des règles concernant les OPC** concerne le **Fonds d'Investissement Spécialisé** (FIS ou en anglais SIF pour Specialised Investment Fund). Ce dernier est expressément conçu pour les **investisseurs avertis** et ne peut être distribué en Europe que s'il respecte les conditions des pays concernés. Etant donné que cette structure est l'une de celles envisagées pour l'éventuel futur fonds de Lombard Odier, elle sera détaillée de manière plus exhaustive par la suite.

Les premières caractéristiques des OPC constitués selon la première partie de la loi luxembourgeoise énoncées ci-dessus ont permis d'éliminer cette catégorie de la sélection, étant donné qu'elle n'autorise pas les closed-ended funds. La politique d'investissement du futur fonds ainsi que ses clients cibles le feraient plutôt s'inscrire dans le cadre d'un FIS, c'est-à-dire une structure adaptable pour des placements alternatifs et visant des investisseurs avertis. La SICAF constituée selon la seconde partie de la loi a donc elle aussi été écartée au profit du FIS. A noter encore que la SICAR, qui sera détaillée ci-après, ne figure pas dans les trois catégories réglementaires expliquées ici, car elle n'est pas considérée comme un OPC.

2.6 Fonds d'Investissement Spécialisé (FIS)

2.6.1 Cadre légal et réglementaire

Le Fonds d'Investissement Spécialisé (FIS) a été introduit dans la loi luxembourgeoise en 2007. Une des caractéristiques majeures de ce véhicule est qu'il n'impose **aucune restriction à la politique d'investissement**. Les placements effectués par ce fonds peuvent donc être de toutes sortes, ce qui est un avantage considérable pour les gestionnaires de **fonds alternatifs**.

Par contre, un certain nombre de **règles de diversification des risques** sont imposées. L'une d'entre elles interdit au FIS d'investir plus de 30% de ses actifs, ou de ses engagements de souscrire, dans des titres de même nature émis par un même émetteur (<http://www.fidomes.com/FIS/index.asp?id=163>, consulté le 14.04.2010).

D'autres contraintes au niveau des ventes à découvert et de l'utilisation d'instruments financiers dérivés doivent également être respectées (pour plus de détails, voir l'*Annexe 4*, General Chart of 3 UCIs categories et la *Circulaire CSSF 07/309* dans les circulaires annexées ou sur http://www.cssf.lu/uploads/media/cssf07_309.pdf, site consulté le 14.04.2010). A noter que ces restrictions sont moins contraignantes que celles imposées aux fonds établis selon les parties I et II de la loi sur les OPC.

Pour ce qui est des **structures possibles**, la palette de choix est assez large : ce fonds peut revêtir aussi bien la forme d'une Société d'Investissement à Capital Variable (SICAV) qu'à Capital Fixe (SICAF), mais un FIS peut aussi être créé sous forme de Fonds Commun de Placement (FCP). Un FIS SICAV ou SICAF peut adopter les formes juridiques suivantes : Société Anonyme (SA), Société en Commandite par Actions (SCA), Société à Responsabilité Limitée (Sàrl), ou encore celle de la société coopérative organisée comme une société anonyme (SCoSA). Toutes ces structures peuvent être **open-ended** ou **closed-ended**. Enfin, un FIS peut être constitué sous forme d'un fonds avec des **compartiments cloisonnés** ou des **classes différentes**.

Le FIS

- Pas de restriction à la politique de placement
- Conçu pour les **investisseurs qualifiés**
- **Structures possibles** : SICAV, SICAF ou FCP
- **Formes autorisées** : SA, SCA, Sàrl, SCoSA
- Calcul de VNI au moins une fois par année
- Seul un **rapport annuel** est nécessaire
- Pas de promoteur
- **Processus d'autorisation simplifié**
- Exempté d'impôt sur le revenu et non soumis à l'impôt européen à la source

D'un point de vue formel, les **conditions d'établissement** sont assez restreintes. Le **siège social** de la SICAV ou SICAF doit se trouver au Luxembourg, de même que celui de la **société de gestion** s'il s'agit d'un FCP. En outre, le FIS doit disposer d'une **administration centrale** au Luxembourg et les **bureaux de la banque dépositaire** doivent y être enregistrés. Pour terminer, le FIS doit faire appel à un **auditeur** autorisé au Luxembourg.

A la différence d'un FCP, qui est obligé de se conformer aux règles de la loi de 2002, un FIS établi sous la forme d'une SICAV ou SICAF n'est pas obligé d'avoir une société de gestion. Par contre, quelle que soit la structure choisie, le montant des actifs nets d'un Fonds d'Investissement Spécialisé, augmenté des primes d'émission, doit atteindre 1'250'000 euros dans les douze mois suivant son agrément. Sous forme de SICAV, même si la loi impose que les actions soient entièrement souscrites, seulement 5% du capital doit être libéré. Ce paramètre représente un atout pour un fonds de private equity qui peut, par ce biais, planifier ses levées de fonds sur de longues périodes⁹. Toutefois, un dossier publié par la Banque de Luxembourg (http://www.banquedeluxembourg.com/Static_BDL/langue1/pdf/article_sif.pdf, consulté le 02.05.2010) précise toutefois que : « ...étant donné les frais liés à la création et à l'administration d'un FIS, les coûts structurels deviennent acceptables à partir d'une taille minimale de 5'000'000 d'euros ».

2.6.2 Actionnariat

Les clients autorisés à investir dans un FIS doivent être des **investisseurs avertis**. La Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) a défini la notion d'*investisseurs avertis* dans la *Circulaire CSSF 07/283* (voir circulaires annexées ou sur http://www.cssf.lu/uploads/media/cssf07_283.pdf, site consulté le 14.04.2010) :

« Outre l'investisseur institutionnel et professionnel, tout autre investisseur répondant aux conditions suivantes :

- Il a déclaré par écrit son adhésion au statut d'investisseurs averti et*
- Il investit au minimum 125'000 euros dans le FIS*

ou

⁹ Quand un client souscrit dans un fonds de private equity il engage un certain montant de ses avoirs, appelé *commitment*. Lorsque le fonds bénéficie de possibilités d'investissement, il procède à une levée de fonds (*capital call*). Ce n'est qu'à ce moment-là que l'investisseur verse au fonds un montant proportionnel à son engagement.

- *Il bénéficie d'une appréciation de la part d'un établissement de crédit, d'une entreprise d'investissement ou d'une société de gestion certifiant son expertise et sa connaissance pour apprécier de manière adéquate le placement effectué dans le FIS. »*

La loi ne stipule aucun montant minimum libéré lors d'appels de fonds pour les FIS établis sous forme de FCP. En revanche, pour les SICAV/SICAF, les investisseurs doivent verser au minimum 5% du nominal souscrit. Les conditions d'émission de nouvelles parts sont précisées dans le règlement du fonds (FCP) ou dans les statuts (SICAV/SICAF). A noter que pour les Sociétés d'Investissement à Capital Fixe, l'émission de nouvelles actions implique de devoir mettre à jour les statuts de la société. La distribution de dividendes n'est soumise à aucune restriction particulière, mais les dispositions sont également à établir dans le règlement ou les statuts.

2.6.3 Exigences en matière d'évaluation et de reporting

Ces exigences sont relativement souples. En cas d'offre publique, le FIS devra établir un prospectus. Ce dernier devra être mis à jour lors de l'émission de nouvelles actions pour des investisseurs entrants. En revanche, pour un FIS, il n'est pas nécessaire d'établir un prospectus simplifié au contraire des OPC constitués selon la première partie de la loi de 2002. **La publication de la Valeur Nette d'Inventaire (VNI) n'est pas obligatoire**, mais son calcul doit être effectué au moins une fois par année. Il est possible de fixer d'autres dispositions pour autant qu'elles soient précisées dans le règlement ou les statuts.

L'évaluation des actifs d'un FIS doit être effectuée à la juste valeur¹⁰ et respecter les conditions déterminées par le règlement ou les statuts. Le FIS est soumis à des contraintes de reporting relativement faibles : seul un rapport et un document d'émission doivent être mis à disposition des investisseurs chaque année. Le rapport, audité, est à publier au plus tard six mois après la clôture de l'exercice. Il contient les données financières que sont le bilan et le compte de résultat du fonds, ainsi que les informations nécessaires aux investisseurs pour comprendre les événements qui se sont produits durant l'année. Il donne aussi des explications quant aux étapes de développement du fonds et à ses résultats.

¹⁰ Il s'agit d'une méthode de valorisation qui prescrit que les actifs doivent figurer au bilan à leur valeur de marché.

2.6.4 Agrément et surveillance

Un FIS n'a pas besoin d'avoir un promoteur¹¹. Par contre, comme les autres fonds, il est soumis au contrôle de la CSSF. Un reporting régulier doit lui être transmis. La fréquence de ce dernier dépend de la périodicité de la VNI. Si elle est mensuelle, le fonds doit faire parvenir son reporting à la CSSF au plus tard le dixième jour suivant la dernière VNI. Si la valeur du FIS est calculée annuellement, le délai est de six mois. De plus amples détails sont disponibles dans la *Circulaire CSSF 07/310* (voir circulaires annexées ou sur http://www.cssf.lu/uploads/media/cssf07_310_update.pdf, site consulté le 14.04.2010).

La procédure d'agrément pour ce type de véhicule est relativement simple : un FIS peut déjà commencer ses activités avant d'avoir été approuvé par la CSSF. Par contre, un dossier d'agrément doit être envoyé dans le mois suivant la création du fonds. L'autorité de surveillance approuvera : les statuts (ou le règlement de gestion), le dépositaire et l'auditeur externe choisis par le fonds. Le conseil d'administration d'un FIS sous la forme de SICAV/SICAF ou la société de gestion d'un FIS établi en FCP ne sont pas soumis à l'approbation de l'autorité de surveillance. Par contre, ils devront justifier une bonne réputation et une expérience professionnelle suffisante.

2.6.5 Traitement fiscal

Un FIS est exempté de l'impôt sur le revenu et n'est pas sujet à l'impôt européen à la source. Par contre, le fonds doit verser l'équivalent d'un point de base (0.01%) sur l'ensemble des actifs à titre de taxe d'abonnement. Il s'agit d'un droit d'enregistrement établi sur la négociabilité des titres. Elle représente, sous une autre forme, le droit d'enregistrement auquel donnerait lieu la cession des titres (<http://www.aed.public.lu/autres/societes/abonnement/index.html>, consulté le 14.04.2010). Le FIS bénéficie d'un taux réduit par rapport aux OPC qui, eux, doivent s'acquitter de 0.05% sur la VNI. Il existe des cas où un fonds peut être exempté de cette taxe, notamment pour certains fonds de money market ou pour des fonds dont les sous-jacents sont déjà soumis à cette taxe. A noter encore que les services de gestion sont exonérés de la TVA (Taxe sur la Valeur Ajoutée) et que le FIS peut bénéficier de certaines conventions de double imposition, excepté s'il est établi sous forme de FCP.

¹¹ La notion de promoteur est une spécificité luxembourgeoise qui signifie la personne ou l'institution à l'origine du fonds d'investissement. Bien que ce terme ne soit pas inscrit dans la loi, la CSSF l'utilise régulièrement dans la pratique. Le promoteur a en quelque sorte un rôle de garant pour le fonds car il lui lie son nom et sa réputation. Il peut également décider de placer certains de ses membres dans le conseil de direction du fonds concerné (<http://www.iflr.com/Article/2026852/Hedge-funds-prosper-under-new-regime.html>, consulté le 18.04.2010).

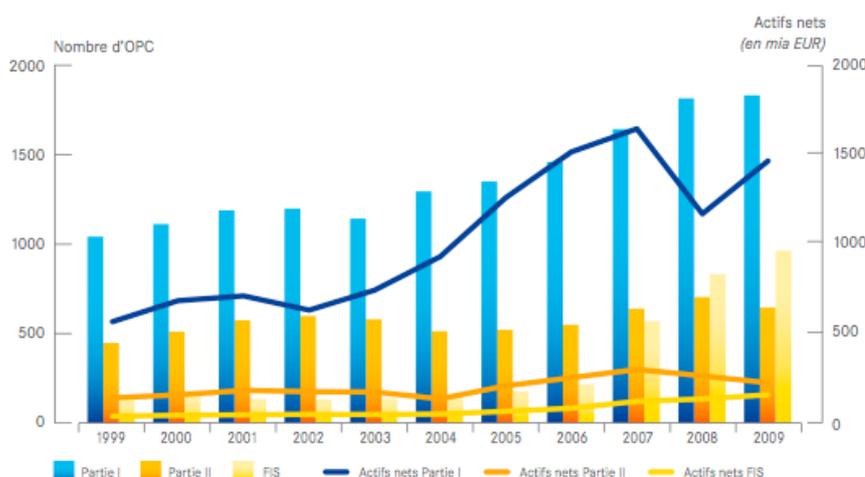
2.6.6 Etat des lieux

Dans sa newsletter du mois d'avril 2010 (http://www.cssf.lu/uploads/media/newsletter11_01.pdf, consulté le 25.04.2010) la CSSF fait état d'un nombre de FIS existant atteignant 1009 à la fin du mois de février. Ce chiffre est en constante augmentation depuis l'entrée en vigueur de la loi en 2007 : à la fin de cette année-là, seulement 222 FIS étaient enregistrés.

Dans son rapport annuel 2009 (http://www.cssf.lu/uploads/media/RA09_integral.pdf, consulté le 01.05.2010) la CSSF annonçait, entre 2008 et 2009, une augmentation du nombre de FIS de 134, portant le nombre de ces structures à 971 à fin 2009, soit une augmentation de 16% par rapport à l'année précédente. Dans le même document, la CSSF informe de la répartition des OPC entre les trois types prescrits par la loi. On y constate que les FIS représentent environ 28% des OPC.

Figure 5

Ventilation des OPC selon les parties I et II de la loi de 2002 et FIS



Sources : rapport annuel 2009 de la CSSF

Au niveau géographique, les promoteurs des Organismes de Placement Collectif (y compris les FIS) qui arrivent en tête sont les Etats-Unis avec 21.1% des actifs nets, toutes catégories d'OPC confondues. Cela démontre bien l'attrait que la place financière luxembourgeoise représente, même hors du territoire de l'UE. Dans la suite du classement, on retrouve sans surprise l'Allemagne et la Suisse, avec respectivement 19% et 16% des actifs nets.

Ces quelques éléments constituent des preuves que le Luxembourg est une place de choix en termes de fonds d'investissement. Sa volonté marquée de mettre sur pied des

structures adaptées pour les placements alternatifs comme le FIS se voit récompensée et cette tendance semble persister malgré la récente débâcle financière.

2.7 Société d'Investissement à Capital Risque (SICAR)

2.7.1 Cadre légal et réglementaire

La Société d'Investissement à Capital Risque a été introduite par la loi sur la SICAR en 2004. La politique d'investissement de la SICAR est retrainte au **capital risque**. Cette notion, définie dans la loi, est complétée par la *Circulaire CSSF 06/241* (voir circulaires annexées ou sur http://www.cssf.lu/uploads/media/cssf06_241.pdf, site consulté le 14.04.2010) :

« La notion de capital risque signifie l'apport de fonds direct ou indirect à des entités en vue de leur lancement, de leur développement ou de leur introduction en bourse. Elle se caractérise par la réunion simultanée de deux éléments : un risque élevé et une volonté de développement des entités cibles. »

Le but d'une SICAR est, bien entendu, d'assurer un développement aux sociétés dans lesquelles elle investit. L'objectif incontesté de ce type de véhicule est de prendre des parts dans des actifs financiers pour les revendre par la suite avec une plus-value dont les investisseurs pourront bénéficier en contrepartie du risque élevé qu'ils encourent.

Aucune condition de diversification des risques n'est imposée à une SICAR. Les sociétés possibles pour sa structure juridique sont identiques à celles offertes pour un FIS : SA, SCA, Sàrl, SCoSA, SCS. Ces structures peuvent avoir un **capital fixe ou variable**. A noter encore qu'une SICAR peut également être établie avec des **compartiments**.

Les conditions d'établissement pour une SICAR ressemblent beaucoup à celles imposées à un FIS :

le **siège social** de la société doit être au Luxembourg de même que les **bureaux de la banque dépositaire** et l'**administration centrale** du fonds. Enfin, une SICAR doit également choisir un **auditeur externe** agréé dans ce pays. Pour être lancée, la

La SICAR

- Investissements uniquement dans des instruments de **capital risque**
- Aucune condition de diversification imposée
- Conçue pour les **investisseurs qualifiés**
- **Formes autorisées** : SA, SCA, Sàrl, SCoSA, SCS. Capital fixe ou variable.
- Pas d'obligation de calculer une VNI
- Seul un **rapport annuel** est nécessaire
- Pas de promoteur
- **Surveillance allégée**
- Base imposable restreinte
- Pur instrument de private equity

SICAR doit disposer d'un capital minimum d'un million d'euros dans l'année suivant son agrément.

2.7.2 Actionnariat

Tout comme le Fonds d'Investissement Spécialisé, la SICAR est réservée aux **investisseurs avertis** (voir définition plus haut). En cas d'appel de fonds, les formalités sont identiques à celles d'un FIS : les investisseurs doivent verser à la SICAR au moins 5% des actions souscrites. L'émission de nouvelles actions n'est soumise à aucune condition particulière, exceptées les conventions établies par les statuts, mais impliquent une modification de ces derniers, à moins que la SICAR soit établie sous forme de société à capital variable. Les distributions de dividendes quant à elles doivent être prévues dans les statuts, mais aucune disposition particulière n'est imposée par la loi.

2.7.3 Exigences en matière d'évaluation et de reporting

Si la SICAR décide de procéder à une offre publique, elle devra établir un prospectus qui sera mis à jour au cas où de nouvelles actions sont émises. A l'instar du FIS, une SICAR n'est pas obligée de publier un prospectus simplifié. A noter qu'à la fin de l'année 2008, la loi sur la SICAR a subi plusieurs modifications, dont une portant sur la suppression de la notion de Valeur Nette d'Inventaire, induisant que, dorénavant, les SICAR ne sont plus obligées de calculer une VNI, ni de la communiquer. De fait, une telle contrainte ne faisait pas réellement de sens pour de tels placements en private equity. En revanche, il est possible de prévoir, dans les statuts, des dispositions particulières pour le calcul de VNI, ce qui permet aux sociétés de private equity d'adapter parfaitement le fonds à leurs besoins spécifiques.

Les actifs d'une SICAR doivent être évalués à la juste valeur, comme c'est également le cas pour un FIS. Cette valorisation doit également respecter les conventions établies par les statuts. En matière de publication et de reporting, les contraintes sont relativement souples, puisqu'il n'est requis au minimum qu'un rapport annuel audité mis à la disposition des investisseurs dans les six mois suivant la clôture de l'exercice, ainsi qu'un prospectus chaque année. Le rapport annuel doit contenir les informations nécessaires pour évaluer les résultats et l'évolution des activités du fonds.

2.7.4 Agrément et surveillance

Au même titre que le FIS, la SICAR est soumise à la surveillance de la CSSF mais n'a pas besoin de se doter d'un promoteur. Par contre, elle doit se soumettre à un

reporting régulier auprès de la CSSF : deux fois par année, la SICAR doit, entre autres, faire parvenir à l'autorité de surveillance les renseignements financiers qui la concernent, mais aussi lui envoyer un exemplaire du rapport audité. De plus amples détails sur ce reporting sont disponibles dans la *Circulaire CSSF 08/376* (voir circulaires annexées ou sur http://www.cssf.lu/uploads/media/cssf08_376.pdf, site consulté le 14.04.2010). Cet envoi doit être effectué en principe au 30 juin et au 31 décembre, dans un délai de 45 jours à compter de ces deux échéances de référence.

Avant de commencer son activité, la SICAR a besoin d'obtenir l'autorisation de la CSSF. Le dossier d'agrément doit contenir les éléments suivants, soumis à l'approbation de l'autorité de surveillance : les statuts de la société, le choix d'une banque dépositaire et d'un auditeur. Le conseil d'administration, qui ne doit pas obtenir l'autorisation de la CSSF, doit toutefois justifier une expérience suffisante en matière de private equity.

2.7.5 Traitement fiscal

La SICAR est entièrement soumise à l'impôt sur les revenus et l'impôt commercial, du fait qu'elle est considérée comme une société. En revanche, elle bénéficie d'une exonération d'impôts sur les revenus de valeurs mobilières (dividendes et intérêts obligataires) et de cessions d'actifs (plus-values). Du coup, la base imposable d'une SICAR est relativement restreinte¹². Elle sera par contre exemptée d'impôt sur les revenus provenant des liquidités détenues dans l'attente de futurs investissements, mais cela uniquement pour une période d'une année. Elle n'est pas sujette à l'impôt européen à la source et, au contraire du FIS, ne doit pas payer de taxe d'abonnement. A noter également que sa gestion est exemptée de TVA. Pour conclure, toutes les formes de SICAR à l'exception de celles établies comme Société en Commandite Simple (SCS), peuvent bénéficier des traités de double imposition mis en place par le Luxembourg.

2.7.6 Etat des lieux

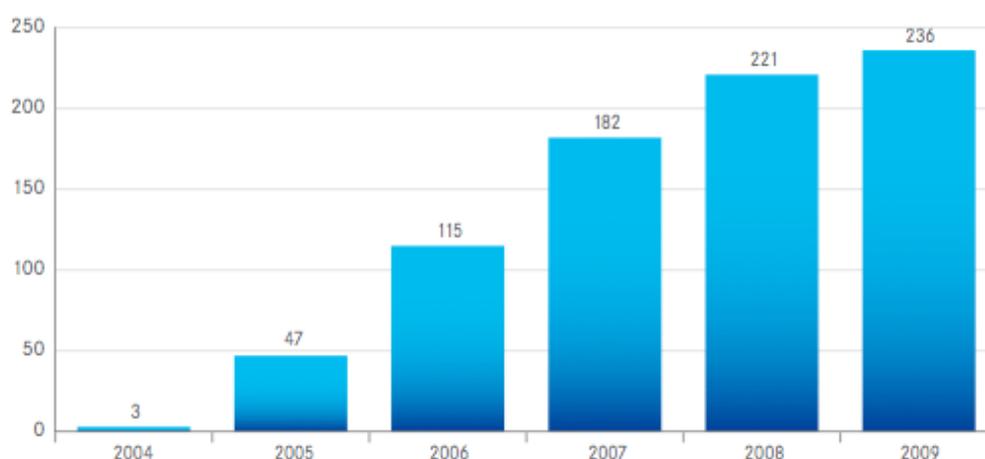
Dans son rapport d'activités 2009 (http://www.cssf.lu/uploads/media/RA09_integral.pdf, consulté le 01.05.2010), la CSSF évoque un recul de 32% dans le nombre de dossiers de SICAR demandant l'inscription sur la liste officielle. Cela est dû notamment à l'abandon de certains projets. Au 31 décembre 2009, le nombre de SICAR enregistrées s'élève quand même à 236. Dans son rapport 2008 (http://www.cssf.lu/uploads/media/RA2008_integral.pdf, consulté le 01.05.2010), la

¹² A noter que les autres revenus non sujets à exonération sont taxés à 28.59%.

CSSF annonçait en effet que les actifs en capital risque avaient diminué entre 2007 et 2008, et prévoyait déjà une baisse de la croissance du nombre de SICAR pour 2009.

Selon la CSSF, au 31 décembre 2009, il existait 236¹³ SICAR inscrites. Plus de la moitié d'entre elles (56% environ) mènent une politique d'investissement de private equity. Il a été observé également que presque la moitié des SICAR ne se limite pas à un secteur particulier et adopte un large horizon d'investissement. Pour celles ayant choisi de se spécialiser, on remarque une forte dominance des secteurs immobiliers et technologiques, mais aussi un récent engouement pour le domaine de l'énergie (renouvelable).

Figure 6
Evolution du nombre des SICAR



Sources : rapport annuel 2009 de la CSSF

Au niveau géographique, environ 50% des SICAR investissent en Europe, et près de 30% d'entre elles ne sélectionnent pas de région particulière. Les initiateurs de SICAR sont d'abord d'origine européenne. En première place se trouve la France, suivie par l'Allemagne, la Suisse et le Luxembourg. En cinquième place se trouvent les Etats-Unis.

Ces quelques constats semblent confirmer l'attrait que représente la SICAR pour les sociétés de private equity en Europe, mais aussi outre-Atlantique. Le private equity étant toujours un actif convoité par de nombreux investisseurs (particuliers fortunés ou clients institutionnels), on peut imaginer que cette structure, conçue sur mesure, aura encore beaucoup de succès ces prochaines années, malgré les tumultes financiers actuels.

¹³ Au 6 avril 2010 ce nombre s'élève à 235 (Source : Newsletter de la CSSF, avril 2010)

2.8 Mise en place d'un nouveau fonds

Concrètement :

- Des **procédures** et **compétences** disponibles en interne
- Des **structures de FIS déjà mises en place**
- Une fois le règlement et le prospectus établis, le processus ne prend que **deux à quatre semaines**

D'un point de vue plus concret, une fois la structure du fonds choisie, il faut encore procéder à sa **mise en place**, tant au niveau légal qu'opérationnel. Pour cela, Lombard Odier dispose de départements spécialisés dont les procédures et check-lists mises en place permettent de créer rapidement des fonds.

Dans un premier temps, le département **Legal and Compliance** s'occupe de préparer le **règlement et le prospectus** du nouveau fonds. Ces documents seront ensuite transmis pour validation à des avocats spécialisés dans le pays concerné. Ce service est également responsable de procéder aux **démarches d'autorisation** auprès des autorités de surveillance (la FINMA ou la CSSF par exemple). Ces éléments constituent la première étape du processus.

La seconde consiste à faire parvenir au service **Business Support Fund Services** un exemplaire du prospectus et du règlement du fonds. C'est sur ces deux éléments que la procédure de mise en place se poursuivra. Celle-ci comprend de nombreux aspects, et notamment :

- l'ouverture des comptes,
- la tarification des comptes,
- l'annonce du lancement aux différentes équipes opérationnelles, notamment celle en charge des souscriptions et remboursements,
- la communication en interne aux autres départements concernés, notamment l'équipe s'occupant du reporting sur les fonds (publication des éléments disponibles sur le site Internet et intranet),
- et l'information aux gérants et commerciaux.

Le processus complet de mise en place peut prendre **environ deux à quatre semaines** à compter de la réception du règlement et du prospectus. A noter que c'est l'obtention des numéros de valeur et ISIN qui prennent le plus de temps, contrairement à ce que l'on pourrait croire. Le reste de la procédure est en effet assez standard et s'effectue en principe sans encombre.

Si un nouveau fonds d'infrastructure devait être lancé sous forme de **FIS**, la procédure allégée au niveau légal représenterait un gain de temps. De fait, comme nous l'avons vu précédemment, il n'est pas nécessaire pour un FIS d'obtenir l'autorisation de la CSSF pour commencer son activité. Toutefois, il est recommandé de le faire suffisamment tôt pour éviter tout problème.

2.9 Création d'un outil de sélection¹⁴

L'analyse ci-dessus a nécessité tout un **processus de synthétisation** d'informations provenant de sources multiples (articles de lois, circulaires, informations publiées par des cabinets d'audits ou d'avocats, etc.). Ce besoin de rationalisation m'a inspiré la création d'un **fichier** regroupant les caractéristiques majeures des différentes structures étudiées et qui fournirait à l'utilisateur une **proposition de structure** en fonction d'un certain nombre de **critères** préalablement choisis. L'idée d'un tel fichier répondait également au besoin de trouver un **outil d'aide à la décision de type qualitatif** qui puisse intégrer un certain nombre de critères. Au cours de la formation HEG, une multitude d'outils nous ont été enseignés (modèle de Porter, analyse MOFF, etc.), mais aucun ne semblait adapté à ce cas. Cependant, comme ce rapport sera utilisé en entreprise, il est selon moi plus judicieux de se servir d'un **outil informatique**, en l'occurrence excel pour formaliser la décision.

Après discussion avec un collègue de travail anciennement membre du département Legal and Compliance, il semblerait que les collaborateurs de ce service n'utilisent pas de telles bases de données à l'heure actuelle. En revanche, ils se réfèrent régulièrement à des **documents précédemment établis** pour d'autres fonds ou à des **dossiers publiés par des cabinets d'audit** (notamment Ernst & Young). A en croire ce même collègue, un fichier global pourrait avoir une certaine utilité.

L'objectif de cet outil n'est donc pas de révolutionner les méthodes de travail, mais d'apporter un **aspect tangible** à un domaine pour le moins spécifique et complexe. Même s'il n'est pas utilisé par le département Legal and Compliance, il peut être exploité par les personnes en charge du fonds LMIF pour choisir la structure du nouveau fonds au cas où cela devrait se faire dans le futur. De fait, l'idée est de pouvoir sélectionner des critères en leur ajoutant une pondération (une importance dans la décision) ce qui permettrait ensuite d'évaluer quel(s) critère(s) est(ont) décisif(s) dans la recommandation fournie par le fichier.

¹⁴ C'est volontairement que le présent rapport ne contient pas de procédure détaillant l'utilisation du fichier. Ce dernier, conçu pour être relativement intuitif, sera expliqué brièvement aux utilisateurs en interne et présenté lors de la soutenance.

3. Synthèse et recommandations

3.1 FIS et SICAR : des instruments difficiles à départager

En résumé :

- Deux instruments taillés sur mesure pour des placements alternatifs.
- Beaucoup de caractéristiques et d'avantages en commun mais qui se distinguent sur quelques points.

FIS

Plus souple malgré des règles de diversification imposées.

SICAR

Restreint la politique d'investissement à du capital risque. Constitue de fait une pure structure de private equity.

Comme nous l'avons déjà vu plus haut, le FIS et la SICAR constituent des preuves de la volonté du Luxembourg de continuellement développer de nouveaux outils et compétences pour améliorer ses services. L'attrait grandissant de cette place financière ces dernières années démontre que les services qu'elle offre sont adaptés à la grande variété des besoins des sociétés de gestion européennes et internationales. Dans un contexte où les investisseurs requièrent de plus en plus de transparence, le Luxembourg semble devenir un concurrent de taille pour les juridictions offshore que sont par exemple les Iles Cayman.

Le FIS et la SICAR sont deux véhicules à la base de l'offre du Luxembourg en matière de structure de placements alternatifs et ont l'avantage commun de donner accès à l'excellente image de marque de ce pays. La SICAR est parfaitement conçue pour du private equity tout en disposant d'un système de régulation relativement souple. Le FIS, introduit quelques années plus tard, offre un spectre plus large, mais permet une souplesse appréciable pour les investissements alternatifs. Un article publié par Ernst & Young en mars 2009 (http://www.ey.com/LU/en/Newsroom/PR-activities/Articles/article_sicar-fis-deux-piliers-majeurs-capital-investissement-europe-march2009, consulté le 25.04.2010) explique que souvent les professionnels hésitent entre ces deux véhicules et les considèrent comme concurrents. Or, l'auteur attire l'attention sur le fait qu'il faudrait davantage envisager ces deux structures de manière complémentaire.

Les annexes 5 et 6, qui récapitulent les caractéristiques, avantages et inconvénients de chacune de ces deux structures, mettent en évidence qu'elles ont des spécificités communes qui les rendent très attrayantes. Chacune d'elles bénéficie d'une **surveillance allégée** et permet de cibler une **catégorie de clients** très précise : les investisseurs avertis. La **neutralité fiscale** qu'elles permettent d'atteindre, ainsi que le **large choix de formes de sociétés** qu'elles proposent, offrent aux sociétés de gestion des outils de qualité pour créer des fonds tout à fait adaptés à leurs besoins.

Malgré leurs similitudes, il existe quelques éléments qui permettent de différencier ces deux structures. Tout d'abord, le **FIS** est considéré comme **un fonds**, alors que la **SICAR** est une **société** qui ne peut pas être créée sous la forme d'un FCP. La **politique d'investissement** d'un FIS n'est soumise à aucune restriction, alors que les titres dans lesquels souscrit la SICAR doivent répondre aux caractéristiques du capital risque. Enfin, le Fonds d'Investissement Spécialisé, au contraire de la SICAR doit respecter des **règles de diversification**. Il n'est donc pas recommandé de le choisir pour un fonds dont le nombre de placement est restreint.

La **SICAR**, quant à elle, a l'inconvénient d'être considérée comme un **pur instrument de private equity** ([http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/sicar-sif-Luxembourg-private-equity-family/\\$FILE/sicar-sif-luxembourg-private-equity-family.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/sicar-sif-Luxembourg-private-equity-family/$FILE/sicar-sif-luxembourg-private-equity-family.pdf), consulté le 27.04.2010). La structure actuelle de LP pose justement déjà ce problème, les LP étant en général associées au private equity. Il serait donc a priori contradictoire de choisir la SICAR puisqu'elle impliquerait le même inconvénient que celui rencontré aujourd'hui, c'est-à-dire une certaine méfiance de la part des investisseurs¹⁵. D'autre part, la SICAR repose sur un **système de reporting** encore plus allégé que le FIS et, bien qu'il soit possible de l'adapter, il est probable que les investisseurs, à la **recherche de transparence**, se montrent réticents face à cette structure dont les caractéristiques, une fois encore sont très, voire trop proches du private equity.

En revanche, le **FIS** permet d'avoir une **plus grande marge de manœuvre** en termes de types d'investissements tout en imposant certaines **contraintes de diversification** qui seraient certainement appréciées par les investisseurs. Cette structure avait déjà été évoquée en interne, lors de précédentes discussions, et l'entretien avec C. Tritten (voir plus haut) a permis de confirmer un réel intérêt pour ce véhicule, bien que son entrée dans l'offre luxembourgeoise soit assez récente. Un autre point positif en faveur de cette structure réside dans le fait que Lombard Odier a **déjà lancé de tels fonds** par le passé. Les équipes chargées de la mise en place disposent des compétences nécessaires et de **bonnes relations avec le dépositaire** au Luxembourg, ce qui faciliterait le processus.

¹⁵ En effet certains investisseurs peuvent être réticents car ils associent à tort le fonds LMIF à un fonds de private equity. Dans ce type de fonds, le processus de souscription est un peu spécifique (voir la note page 25) qui peut être à l'origine d'une certaine méfiance des investisseurs qui s'interrogent sur la date et le montant à verser lors de la prochaine levée de fonds.

3.2 Recommandations

3.2.1 Structure recommandée et points à approfondir

Pour toutes les raisons évoquées précédemment, je recommande donc de choisir la structure de **FIS** pour un éventuel nouveau fonds alliant Lombard Odier et Macquarie. Il se trouve que ce choix est celui qui semble être privilégié en interne, mais ma démarche a permis d'apporter des éléments clairs pour **corroborer** cette tendance. Cette analyse avait en effet pour vocation de **formaliser et synthétiser** les caractéristiques de deux structures par rapport au postulat de base.

Malgré tout, cette recommandation n'est pas indiscutable. Elle doit en effet faire encore l'objet de réflexions et d'ajustements potentiels autour d'un certain nombre de points :

Une recommandation

- Opter pour un FIS

MAIS :

Certains points pourraient remettre en question ce choix :

- Forme juridique
- Processus de souscription
- Aspect fiscal
- Postulat de base
- Offre de liquidité

- **La forme juridique** : un FIS peut être établi sous plusieurs formes de sociétés différentes ayant chacune des particularités à analyser. La Société en Commandite par Actions, évoquée plus haut, pourrait être une option.
- **Le processus de souscription** : en lançant un fonds fermé, il faudra nécessairement décider comment les investisseurs souscriront : le choix existe entre un processus semblable aux levées de fonds effectuées en private equity (avec un système de commitment) et une manière plus traditionnelle, comme c'est le cas pour LMIF (levées de fonds sans engagement de capital).
- **L'aspect fiscal** : ce document n'a pas pour vocation de fournir un niveau de détails élevé en termes de fiscalité. Cet aspect complexe est à approfondir et dépendra également de la forme juridique choisie.
- **Le postulat de base** : pour élaborer ce travail, un postulat de base avait été proposé quant aux caractéristiques du futur fonds. Si des éléments de cette hypothèse de base devaient être différents en réalité, il faudrait en mesurer les conséquences sur la recommandation énoncée ci-dessus.

- **L'offre de liquidité** : il s'agit d'un point déterminant qui nécessitera de sonder les investisseurs potentiels quant à leur confiance dans la classe d'actifs. S'il s'avère qu'un fonds fermé ne déclencherait pas suffisamment d'intérêt, des pistes devront être trouvées pour mettre en place des alternatives (voir chapitre 3.2.2 ci-dessous).

Etant donné que l'on ne parle actuellement que d'un éventuel nouveau fonds d'infrastructure, et que la décision de sa structure ne sera prise ni dans les semaines ni dans les mois à venir, je conseille également de suivre avec attention le **lancement du fonds de private equity** qui se fera **sous forme de FIS**. La réaction des investisseurs face à cette structure relativement nouvelle pourra donner une indication intéressante afin de mieux envisager le choix de structure quand il s'agira de lancer le nouveau fonds d'infrastructure.

Dans l'intervalle, je recommande aussi de suivre avec attention l'évolution de l'entrée en vigueur de la Directive UCITS IV, mais également les débats qui entourent actuellement le texte de la Directive AIFM. Ces deux nouvelles normes impliqueront sans doute de revoir au moins partiellement les éléments du postulat de base sur lequel se basent les recommandations ci-dessus.

3.2.2 Problème de liquidités : solutions pour un nouveau fonds

La réflexion liée à ce travail a mis en évidence une fois de plus le caractère exceptionnel du fonds LMIF de par la possibilité qu'il offre aux investisseurs de quitter le fonds s'ils le souhaitent. Cette caractéristique peu commune entraîne des complications opérationnelles et des risques, notamment s'il devient nécessaire de vendre un actif de qualité pour faire face aux remboursements. Il est très vraisemblable que le nouveau fonds ne proposerait donc pas de système de remboursements.

La caractéristique de closed-ended fund faisait partie du postulat de base, néanmoins, il se pourrait que les investisseurs ne soient pas prêts à envisager de souscrire à un fonds d'infrastructure fermé. S'il était donc décidé de lancer un fonds ouvert, il faudrait alors réfléchir à des solutions pour minimiser les contraintes que pourrait engendrer un système de remboursements. Ci-dessous, deux propositions de solutions sont exposées. Il est bien clair que cette énumération n'est pas exhaustive et qu'il existe certainement d'autres possibilités.

Une première solution, déjà évoquée plus haut et proposée par C. Tritten et F. Hirschi, pourrait consister à créer des **structures de frais différentes** selon le souhait de l'investisseur de disposer ou non d'une possibilité de sortie.

Une autre solution, utilisant le **système de classe**, consisterait à mettre en place au moins deux classes différentes. Une première, dans laquelle l'investisseur resterait jusqu'au terme du fonds, et une seconde offrant à l'investisseur la possibilité, soit de sortir à une échéance donnée (par exemple trois ans après le lancement du fonds), soit de convertir ses parts en parts de la première classe. Une option complémentaire pourrait permettre, du coup, de relancer une nouvelle classe avec un horizon d'investissement de deux à trois ans. Cette idée aurait l'avantage de pouvoir planifier les remboursements à une date fixe tout en gardant la possibilité de réinjecter des parts dans la première classe, ou de lever de nouveaux fonds.

3.2.3 Formalisation des étapes de décision

Il va sans dire que l'objet de ce rapport sera sans doute au cœur de nombreuses discussions en interne dans un avenir plus ou moins proche. Décider de la structure d'un fonds de placement relève d'un processus de décision qui implique des spécialistes de plusieurs domaines dont il faut collecter les conseils et opinions. En pratique, cela se passe très souvent sous forme de réunions lors desquelles chacun apporte ses arguments pour ou contre une structure proposée.

Dans un tel contexte, je conseillerais l'utilisation d'outils de formalisation des différentes connaissances apportées dans la prise de décision. Je me permets cette recommandation car lorsque j'ai débuté cette recherche, j'ai voulu savoir pourquoi la forme de LP avait été choisie pour LMIF. J'étais intéressée de voir quels avaient été les arguments en faveur de ce choix, quelles étaient les autres possibilités et pourquoi elles avaient été écartées. Dans le cas où il n'y aurait pas eu d'analyses approfondies, mais simplement l'application d'une directive ou d'un procédé privilégié chez Lombard Odier, j'aurais aimé savoir les raisons de ce choix. Or, a priori, aucun document ne synthétisait la décision prise en 2007 au lancement du fonds LMIF.

Selon moi, il serait judicieux de mettre en place une centralisation des arguments avancés par chaque intervenant dans la prise de décision. Cela passerait d'abord simplement par un suivi régulier, par un système de procès-verbaux, puis, par la suite, je préconiserais la mise en place de fichiers récapitulatifs qui pourraient ressembler à celui établi dans le cadre de ce travail. Cela permettrait de rendre plus tangibles les critères décisifs. Un tel système pourrait être alors réutilisé pour d'autres décisions similaires dans le futur. Cela pourrait également rendre service en cas d'absence d'un décideur dont les compétences ou connaissances ne sont pas disponibles auprès d'autres personnes en interne.

4. Conclusion

La recommandation issue de ce rapport est d'opter pour la structure de FIS plutôt que pour celle de la SICAR pour un nouveau fonds de placement en infrastructure. Le FIS offre effectivement une palette de choix plus large en termes d'actifs sous-jacents, ce qui pourrait s'avérer nécessaire dans un contexte de marché aussi instable qu'à l'heure actuelle. Conserver une certaine diversification de portefeuille pourrait se révéler salvateur.

Dans tous les cas, il n'existe semble-t-il aucune structure idéale pour un fonds de placement. Un tel choix nécessitera plus de recherches et d'analyses que ce qui est fourni dans ce rapport. Il sera nécessaire de faire appel à des experts légaux, mais aussi fiscaux pour déterminer quelle pourrait être la meilleure option à envisager. Des spécialistes opérationnels et des contacts avec la ou les banque(s) dépositaire(s) sélectionnée(s) seront également nécessaires. Ce processus de décision sera sans doute long et impliquera beaucoup de discussions entre les différentes parties prenantes concernées, et l'issue de ces débats devrait être formalisée pour pouvoir identifier les aspects décisifs et réutiliser ces éléments dans le futur, ou en cas d'absence d'un des décideurs.

Cette analyse repose entièrement sur une hypothèse de base et ce postulat de départ est susceptible de subir des modifications entre le moment où ce rapport est rédigé, et celui où le lancement du fonds sera décidé. Au-delà de son caractère hypothétique, cette recherche a néanmoins permis de mettre en avant les caractéristiques et les éléments distinctifs de deux nouvelles structures de fonds alternatifs relativement peu connues, mais dont les avantages sont indéniables.

Grâce à une analyse du marché dans sa globalité, l'attrait de la place luxembourgeoise a été confirmé. Cette tendance est une des raisons incitant à recommander la forme de FIS. Cette structure apporterait effectivement une crédibilité supplémentaire à l'éventuel nouveau fonds d'infrastructure. Cela dit, et comme expliqué précédemment, une réflexion plus approfondie doit être menée sur certains aspects, notamment en matière de fiscalité.

Pour conclure, il est conseillé de surveiller avec attention l'évolution du cadre réglementaire européen, mais aussi de la conjoncture d'une manière plus globale. La place financière, et l'Europe en général traversent une période tumultueuse, ce qui aura certainement des effets sur les activités bancaires dans l'Union Européenne, mais aussi en Suisse, par voie de conséquence.

Bibliographie

Documents avec auteur

LOWIK, L., HOBBS, P., CAM, K. *Understanding Infrastructure*, REEF Real Estate and Infrastructure, décembre 2005.

OSBORN, J., ROSS, L. *Infrastructure Part I : Building Infrastructure into a Portfolio*, Russell Research, février 2007.

OSBORN, J., ROSS, L. *Infrastructure Part II : Building Infrastructure into a Portfolio*, Russell Research, septembre 2007.

Documents sans auteur

Infrastructure, PricewaterhouseCoopers, 2009.

Infrastructure As An Asset Class, Frequently Asked Questions, Lombard Odier, août 2007.

Investment Funds in Luxembourg, A technical guide, Ernst & Young, septembre 2009.

Luxembourg, Europe & BVI, Hedgeweek Guide to setting up Alternative Investment Funds, Chevalier & Sciales, juillet 2009.

Luxembourg Regulated Investment Vehicles, An overview of the regulatory requirements, KPMG, mars 2010 (<http://www.kpmg.com/LU/en/IssuesAndInsights/Articlespublications/Documents/LuxembourgRegulatedInvestmentVehicles2009.pdf>, consulté le 02.05.2010).

Newsletter n°111, CSSF, avril 2010 (http://www.cssf.lu/uploads/media/newsletter111_01.pdf, consulté le 25.04.2010).

Pension Fund Investment in Infrastructure, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions No. 32, janvier 2009.

Présentation LMIF, Lombard Odier, mars 2010.

Private Equity Fund Structures in Europe, An EVCA Tax and Legal Committee Paper, EVCA, janvier 2006 (http://www.evca.eu/uploadedFiles/fund_structures.pdf, consulté le 01.05.2010).

Rapport d'activités 2008, CSSF, mars 2010 (http://www.cssf.lu/uploads/media/RA2008_integral.pdf consulté le 01.05.2010).

Rapport d'activités 2009, CSSF, mars 2010 (http://www.cssf.lu/uploads/media/RA09_integral.pdf, consulté le 01.05.2010).

The new Luxembourg Law on Specialised Investment Funds (SIF), KPMG, mars 2007 (http://www.kpmg.lu/Download/Brochures/2007/ENG_NewLawonSIF.pdf, consulté le 14.03.2010).

Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2009 and Results for the Full Year 2009, Quarterly Statistical Release N° 40, mars 2010.

Worldwide Investment Fund Assets and Flows, Trends in the fourth Quarter 2009, International Statistical Release, EFAMA, avril 2010.

Sources Internet

ALFI. Association of the Luxembourg Fund Industry. http://www.alfi.lu/sites/default/files/files/Publications/Statements/Brochures/ucits_IV_brochure2.pdf (consulté le 01.05.2010).

BANQUE DE LUXEMBOURG. Dossier. http://www.banquedeluxembourg.com/Static_BDL/langue1/pdf/article_sif.pdf (consulté le 02.05.2010).

BANQUE ET FINANCE. <http://www.banque-finance.ch/numeros/76/29.pdf> (consulté le 01.05.2010).

ERNST & YOUNG. Newsroom. http://www.ey.com/LU/en/Newsroom/PR-activities/Articles/article_2009-UCITS4-july09 (consulté le 01.05.2010).

ERNST & YOUNG. Newsroom. http://www.ey.com/LU/en/Newsroom/PR-activities/Articles/article_sicar-fis-deux-piliers-majeurs-capital-investissement-europe-march2009 (consulté le 25.04.2010).

ERNST & YOUNG. Newsroom. http://www.ey.com/LU/en/Newsroom/PR-activities/Articles/article_2009-directive-aifm-evolution-environnement-reglementaire-europeen-october09 (consulté le 12.04.2010).

ERNST & YOUNG. Newsroom http://www.ey.com/LU/en/Newsroom/PR-activities/Articles/article_amendements-loi-sicar-dec08 (consulté le 21.03.2010).

ERNST & YOUNG. Publications. [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/sicar-sif-Luxembourg-private-equity-family/\\$FILE/sicar-sif-luxembourg-private-equity-family.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/sicar-sif-Luxembourg-private-equity-family/$FILE/sicar-sif-luxembourg-private-equity-family.pdf) (consulté le 27.04.2010).

FIDOMES. Le fonds d'Investissement Spécialisé. <http://www.fidomes.com/FIS/index.asp?id=163> (consulté le 14.04.2010).

FIDOMES. La SICAR. <http://www.fidomes.com/FR/luxembourg/index.asp?idLux=12> (consulté le 21.03.2010).

GENEVIEVE BRUNET. Finance. <http://genevievebrunet.typepad.com/finance/2010/03/interview-de-martin-thommen-président-de-la-swiss-funds-association.html> (consulté le 02.05.2010).

GOVERNEMENT DU GRAND-DUCHE DU LUXEMBOURG. <http://www.aed.public.lu/autres/societes/abonnement/index.html> (consulté le 14.04.2010).

IFLR. The Global Practice Service. <http://www.iflr.com/Article/2026852/Hedge-funds-prosper-under-new-regime.html> (consulté le 18.04.2010).

LE TEMPS. <http://letemps.ch/Page/Uuid/61788ef0-3144-11df-9e7d-ad31e4c19ee1|0> (consulté le 02.05.2010).

RBC DEXIA. Investor services. <http://www.rbcdexia.com/documents/EN/Misc/UCITS%20IV%20report%20FR.pdf> (consulté le 01.05.2010).

Circulaires CSSF

CSSF 06/ 241 : http://www.cssf.lu/uploads/media/cssf06_241.pdf (consulté le 14.04.2010)

CSSF 07/283 : http://www.cssf.lu/uploads/media/cssf07_283.pdf (consulté le 14.04.2010)

CSSF 07/309 : http://www.cssf.lu/uploads/media/cssf07_309.pdf (consulté le 14.04.2010)

CSSF 07/310 : http://www.cssf.lu/uploads/media/cssf07_310_update.pdf (consulté le 14.04.2010)

CSSF 08/376 : http://www.cssf.lu/uploads/media/cssf08_376.pdf (consulté le 14.04.2010)

Autres sources

Base de données interne sur les fonds de placement Lombard Odier

Conférence téléphonique avec A. Ross, Executive Manager chez Macquarie, 13.04.2010.

Conférence téléphonique avec un responsable du dpt Fonds Dédiés (LO), 03.05.2010.

Entrevue avec F. Hirschi, responsable du dpt External Fund Manager (LO), 02.03.2010.

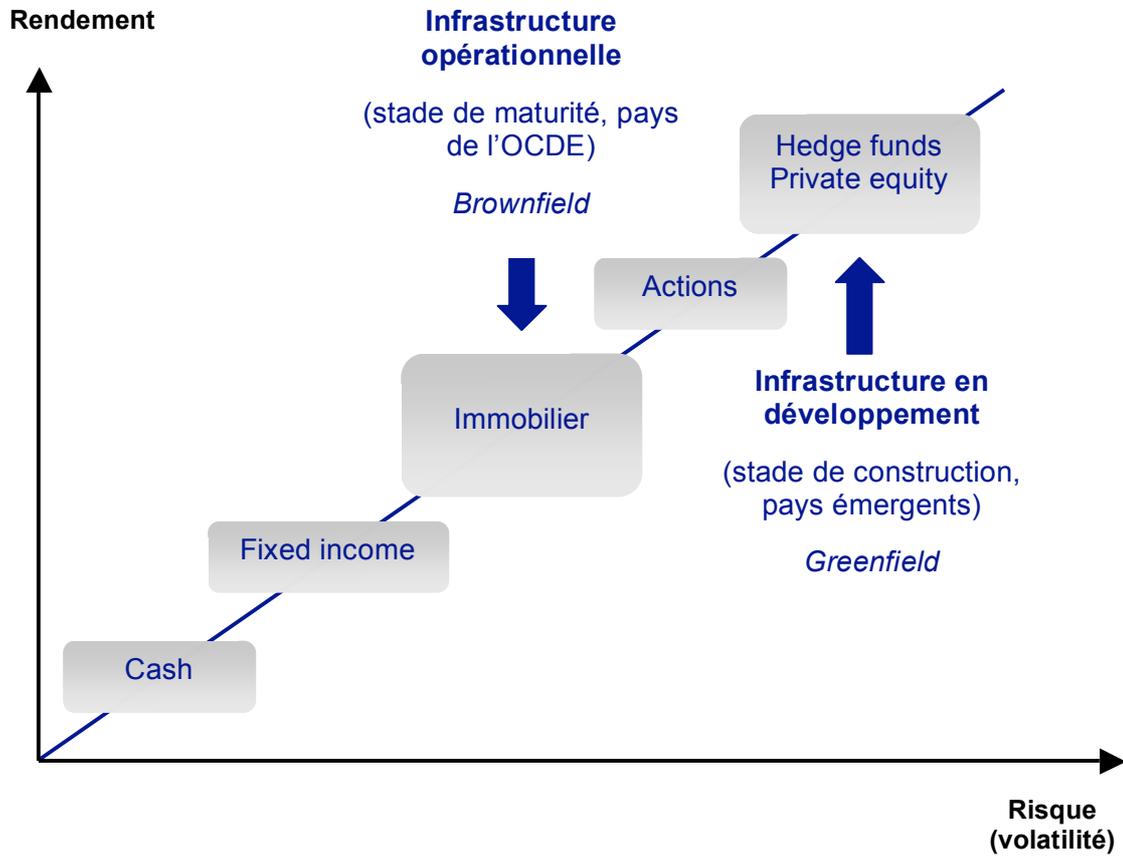
Entrevue avec C. Tritten, responsable du dpt Private Equity de Genève (LO), 26.04.2010.

Entrevue avec un collaborateur du dpt Business Support Fund Services (LO), 26.04.2010.

Annexes

Annexe 1

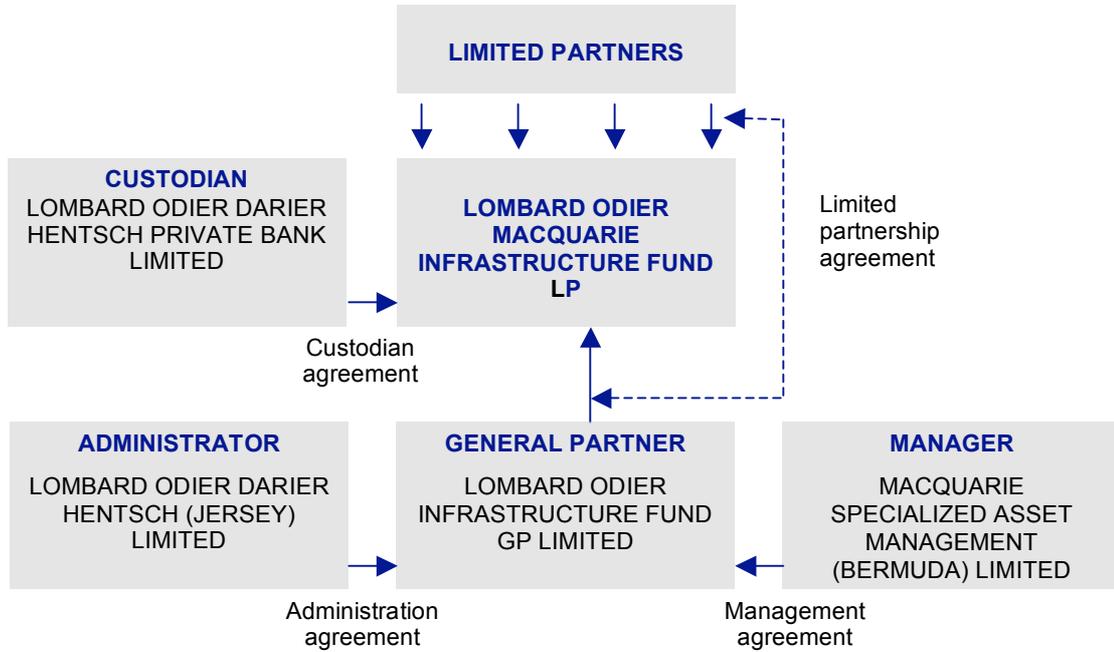
Couple risque / rendement de l'infrastructure



Source : OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions N° 32
Pension Fund Investment in Infrastructure, p. 42, Lazard (2007)

Annexe 2

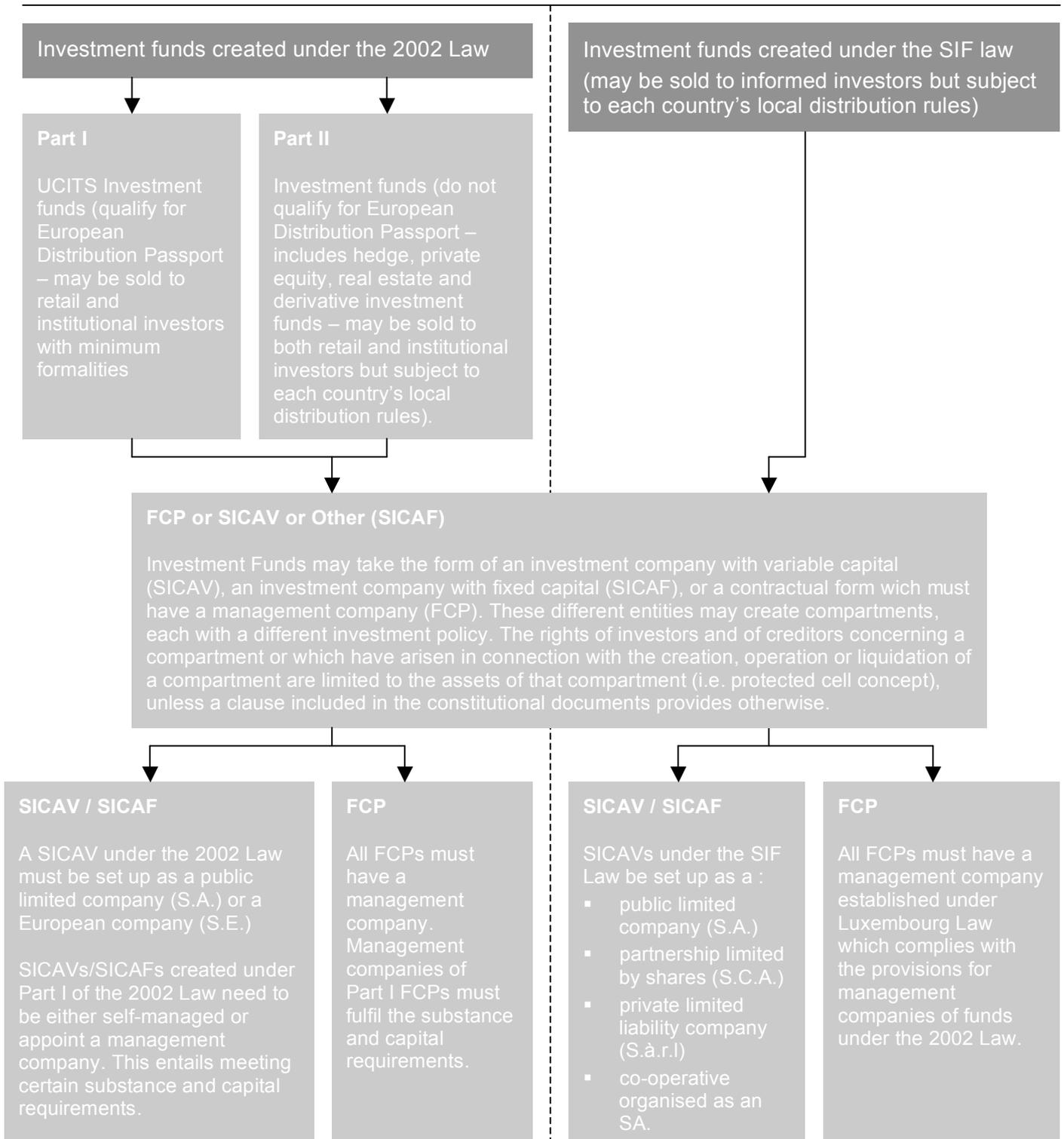
LMIF's management structure



Source : Lombard Odier Macquarie Fund L.P. – Private Placement Memorandum

Annexe 3

Luxembourg's solutions for UCIs



Annexe 4

General Chart of 3 UCIs categories

	UCITS III (Part I of the 2002 Law)	Other UCIs (Part II of the 2002 Law)	SIF under the SIF Law
Prior approval of CSSF needed for incorporation	Yes	Yes	No
Control by CSSF	Yes	Yes	Yes
European passport	Yes	No	No
Eligible assets	<ul style="list-style-type: none"> • Transferable securities • Bank deposit • Money market instruments • Funds of funds • Financial derivatives • Index tracking funds 	Unrestricted, but subject to CSSF approval	Unrestricted
Eligible investors	Unrestricted	Unrestricted	Well-informed investors <ul style="list-style-type: none"> • Institutional investors • Professional investors • Investors who confirm in writing that they adhere to the status of well-informed investors and either (i) invest a minimum of EUR 125'000 or (ii) benefit from an assessment made by a credit institution, an investment firm or a management company certifying their capacity to appraise the contemplated investment in the fund.
Need for a promoter	Yes	Yes	No

	UCITS III (Part I of the 2002 Law)	Other UCIs (Part II of the 2002 Law)	SIF under the SIF Law
Investment restrictions	<ul style="list-style-type: none"> • Provisions of the 2002 Law • Provisions of the Circular CSSF 08/339, investment possible in : <ul style="list-style-type: none"> • Transferable securities • Deposits • Money market instruments • Liquid financial assets • Other undertakings for collective investment 	<ul style="list-style-type: none"> • Circular IML 91/75 (as amended by Circular CSSF 05/177) • UCIs pursuing alternative investment strategies (Circular CSSF 02/80), relating to short sales, borrowing and investment restrictions in UCIs. 	Compliance with risk-diversification rules : <ul style="list-style-type: none"> • SIF may not invest more than 30% of its assets or commitments to subscribe securities of the same type issued by the same investor • Short sales may not result in the SIF holding a short position in securities of the same type issued by the same issuer representing more than 30% of its assets • When using financial derivative instruments, the SIF must ensure, via appropriate diversification of the underlying assets, a similar level of risk-spreading
Tax Treatment	<ul style="list-style-type: none"> • No income tax • Annual subscription tax of 0.05% of the NAV • Fixed capital duty of EUR 75 • No WHT on dividend distributions and interest payments 	<ul style="list-style-type: none"> • No income tax • Annual subscription tax of 0.05% of the NAV • Fixed capital duty of EUR 75 • No WHT on dividend distributions and interest payments 	<ul style="list-style-type: none"> • No income tax • Annual subscription tax of 0.01% of the NAV • Fixed capital duty of EUR 75 • No WHT on dividend distributions and interest payments
Issue and redemption of securities	For a SICAV or a FPC, requirement that the issue, redemption or repurchase price based on NAV	For a SICAV or a FPC, requirement that the issue, redemption or repurchase price based on NAV	<ul style="list-style-type: none"> • No requirement that the issue, redemption or repurchase price be on NAV • Can issue shares at a pre-determined fixed price • Can repurchase shares below NAV
Disclosure of portfolio	Yes	Yes	No

Source : Luxembourg - Chevalier & Sciales - Juillet 2009

Annexe 5

Synthèse des caractéristiques techniques du FIS et de la SICAR

	FIS	SICAR
Cadre légal et réglementaire		
Loi applicable	Loi sur le FIS du 13 février 2007	Loi sur la SICAR du 15 juin 2004
Politique d'investissement	Aucune restriction	Actifs de capital risque uniquement. Notion définie dans la Circulaire CSSF 06/241. (voir circulaires annexées)
Règles de diversification des risques	Règles de diversifications établies dans la Circulaire CSSF 07/309 (voir circulaires annexées)	Aucune
Structures admises	SICAV / SICAF (SA, SCA, Sàrl, SCoSA) FCP Structures pouvant être open-ended ou closed-ended	SA, SCA, Sàrl, SCoSA, SCS Structures avec capital fixe ou variable
Compartiments	Oui	Oui
Conditions d'établissement	Siège social (SICAV ou SICAF) ou siège de la société de gestion (FCP) au Luxembourg Administration centrale au Luxembourg Bureaux de la banque dépositaire et auditeur au Luxembourg	Siège social de la société au Luxembourg Administration centrale au Luxembourg Bureaux de la banque dépositaire et auditeur au Luxembourg.
Société de gestion	Non obligatoire	Non obligatoire
Capital minimum	EUR 1'250'000 à atteindre dans les 12 mois suivant l'agrément SICAV : ensemble des actions souscrites, au moins 5% libérés	EUR 1'000'000 à atteindre dans les 12 mois suivant l'agrément

	FIS	SICAR
Actionnariat		
Type d'investisseurs	Investisseurs avertis Notion définie dans la Circulaire CSSF 07/283 (voir circulaires annexées)	Investisseurs avertis Notion définie dans la Circulaire CSSF 07/283 (voir circulaires annexées)
Appels de fonds	Aucun montant minimum prescrit par la loi. SICAV / SICAF : 5% du nominal doit être libéré. Conditions d'émission à préciser dans le règlement du fonds (FCP) ou dans les statuts (SICAF / SICAV). SICAF : l'émission de nouvelles actions nécessite de mettre à jour les statuts.	Aucun montant minimum prescrit par la loi. 5% du nominal doit être libéré. Conditions d'émission à préciser dans les statuts. Pour les sociétés à capital fixe, l'émission de nouvelles actions nécessite de mettre à jour les statuts.
Distribution de dividendes	Aucune restriction. Conditions à préciser dans le règlement ou les statuts.	Aucune restriction. Conditions à préciser dans les statuts.

Exigences en matière d'évaluation / reporting		
Prospectus	Nécessaire en cas d'offre publique. A mettre à jour lors d'émission de nouvelles actions.	Nécessaire en cas d'offre publique. A mettre à jour lors d'émission de nouvelles actions.
Prospectus simplifié	Pas obligatoire	Pas obligatoire
Publication et calcul de VNI	La publication de la VNI n'est pas obligatoire. Elle est calculée au minimum une fois par année. Conditions de publication et calcul à préciser dans le règlement ou les statuts.	Publication et calcul de VNI ne sont plus obligatoires depuis la fin de l'année 2008. Les statuts peuvent prévoir d'autres dispositions particulières.
Principes d'évaluation	Actifs évalués à la juste valeur en respectant les conditions précisées dans le règlement ou les statuts.	Actifs évalués à la juste valeur en respectant les conditions précisées dans le règlement ou les statuts.
Reporting	Rapport annuel audité requis dans les 6 mois suivant la fin de la période. Pas de rapport semestriel.	Rapport annuel audité requis dans les 6 mois suivant la fin de la période. Pas de rapport semestriel.

	FIS	SICAR
Agrément et surveillance		
Promoteur	Pas nécessaire	Pas nécessaire
Contrôle de la CSSF	Oui	Oui
Reporting auprès de la CSSF	Fréquence dépend de la périodicité de la VNI : Mensuelle : au plus tard le 10 ^{ème} jour suivant la dernière VNI. Annuelle : 6 mois suivant la dernière VNI. Détails dans la Circulaire CSSF 07/310 (voir circulaires annexées).	Rapport audité et renseignements financiers à faire parvenir à la CSSF tous les 6 mois (au 30 juin et 31 décembre, dans les 45 jours suivant ces deux échéances). Détails dans la Circulaire CSSF 08/376 (voir circulaires annexées)
Procédure d'agrément	L'agrément peut être obtenu après le début des activités. Le dossier d'agrément doit être envoyé dans les 6 mois suivant la création du fonds La CSSF approuve : <ul style="list-style-type: none"> • Les statuts (ou le règlement de gestion) • Le choix du dépositaire et de l'auditeur Le conseil d'administration (SICAF / SICAV) ou la société de gestion (FCP) ne sont pas sujets à approbation, mais devront justifier une bonne réputation et une expérience professionnelle suffisante.	Agrément nécessaire pour débiter les activités. La CSSF approuve : <ul style="list-style-type: none"> • Les statuts (ou le règlement de gestion) • Le choix du dépositaire et de l'auditeur Le conseil d'administration n'est pas sujet à approbation, mais ses membres devront justifier une bonne réputation et une expérience professionnelle suffisante en matière de private equity.
Traitement fiscal		
Impôt sur le revenu	Exempté	Soumise, mais exonération sur les revenus de valeurs mobilières (dividendes et intérêts) et cession d'actifs (plus-values). Par conséquent, la base imposable est restreinte.
Impôt européen à la source	Non sujet	Non sujette
Taxe d'abonnement	0.01% annuel sur la VNI	Pas de taxe d'abonnement
TVA	Services de gestion exonérés	Services de gestion exonérés
Traités de double imposition	Peut bénéficier de certains traités, sauf si établi sous forme de FCP.	Peut bénéficier de certains traités, sauf si établie sous forme de Société en Commandite Simple (SCS)

Annexe 6

Avantages et inconvénients du FIS et de la SICAR

	Fonds d'Investissement Spécialisé	Société d'Investissement à Capital Risque
Avantages	<ul style="list-style-type: none"> • Pas de restriction à la politique d'investissement. • Permet de cibler les investisseurs avertis. • Surveillance allégée. • Large palette de formes de société. • Possibilité de créer des compartiments cloisonnés. • Sous forme de SICAV libération de 5% du capital souscrit. • Pas de disposition particulière en matière de distribution de dividende. • Pas besoin d'un promoteur. S'il y en a un, pas soumis à l'approbation de la CSSF. • Reporting annuel uniquement. • Pas d'obligation de publier une VNI (pas de fréquence minimum imposée). • Procédure d'agrément simplifiée : peut être créé avant d'avoir eu l'autorisation de la CSS, gestionnaires non soumis à approbation. • Fiscalement avantageux. • Rapide à mettre en place. 	<ul style="list-style-type: none"> • Politique d'investissement ciblée sur le capital risque. • Permet de cibler les investisseurs avertis. • Surveillance allégée. • Aucune règle de diversification. • Large palette de formes de société. • Possibilité de créer des compartiments cloisonnés. • Libération de 5% du capital souscrit. • Pas de disposition particulière en matière de distribution de dividende. • Pas besoin d'un promoteur. S'il y en a un, pas soumis à l'approbation de la CSSF. • Reporting annuel uniquement. • Pas d'obligation légale de calculer une VNI. • Procédure d'agrément simplifiée : gestionnaires non soumis à approbation. • Base imposable restreinte. • Structure bien acceptée et familière des acteurs de private equity.
Inconvénients	<ul style="list-style-type: none"> • Règles de diversification des risques. • Ne dispose pas du passeport européen. • Relativement nouveau dans la gamme de fonds luxembourgeois. 	<ul style="list-style-type: none"> • Ne dispose pas du passeport européen. • Image de pur véhicule de private equity

Circulaires¹⁶

¹⁶ Les annexes de la Circulaire CSSF 07/310 ont été volontairement enlevées car elles n'apportaient pas de plus-value, le contenu de la circulaire étant suffisant dans le cadre de ce rapport.

COMMISSION de SURVEILLANCE du SECTEUR FINANCIER

Luxembourg, le 3 août 2007

A tous les fonds d'investissement
spécialisés

Circulaire CSSF 07/309

Concerne : répartition des risques dans le contexte des fonds d'investissement spécialisés (« FIS »)

Mesdames, Messieurs,

L'article 1er de la Loi du 13 février 2007 relative aux FIS dispose que pour l'application de la loi, seront considérés comme fonds d'investissement spécialisés tous les organismes de placement collectif situés au Luxembourg :

- dont l'objet exclusif est le placement collectif de leurs fonds en valeurs dans le but de répartir les risques d'investissement et de faire bénéficier les investisseurs des résultats de la gestion de leurs actifs, et
- qui réservent leurs titres à un ou plusieurs investisseurs avertis, et
- dont les documents constitutifs ou d'émission prévoient qu'ils sont soumis aux dispositions de la présente loi.

La loi du 13 février 2007 prévoit donc que le placement collectif des fonds doit se faire en valeurs dans «le but de répartir les risques d'investissement». La loi, ainsi que les commentaires des articles ne contiennent pas de dispositions additionnelles afin de définir ou d'interpréter la notion de répartition des risques.

Par rapport à la loi de 1991 concernant les OPC dont les titres ne sont pas destinés au placement dans le public, la loi du 13 février 2007 étend le concept d'investisseurs éligibles afin de couvrir, outre les investisseurs institutionnels, les investisseurs professionnels et les autres « investisseurs avertis » conformément aux critères plus amplement déterminés à l'article 2 de cette loi. Cela signifie que les FIS sont ouverts à une clientèle privée de personnes physiques « sophistiquées ». Pour cette raison, le législateur a pu prévoir un

régime réglementaire allégé pour les FIS. Dans ce même ordre d'idées, la CSSF considère que le concept de répartition des risques peut être interprété de manière flexible.

Tous les investisseurs dans les fonds d'investissement spécialisés étant des investisseurs institutionnels, professionnels ou autres investisseurs avertis, ils sont censés être suffisamment expérimentés pour porter eux-mêmes un jugement sur le concept de répartition des risques d'investissement et sur les informations dont ils ont besoin pour fonder leur avis. Ces investisseurs n'ont pas besoin du même degré de protection que les investisseurs dans des OPC relevant de la loi du 20 décembre 2002.

D'après l'article 53 de la loi du 13 février 2007, le document d'émission contient les renseignements qui sont nécessaires pour que les investisseurs puissent juger en pleine connaissance de cause l'investissement qui leur est proposé. La CSSF considère que le document d'émission doit contenir des limites quantifiables documentant le respect du principe de la répartition des risques.

D'une manière générale, la CSSF considère que le principe de la répartition des risques est respecté, si les restrictions d'investissement d'un FIS sont conformes aux lignes de conduite suivantes :

1. Un FIS ne peut, en principe, pas investir plus de 30% de ses actifs ou de ses engagements de souscrire dans des titres de même nature émis par un même émetteur. Cette restriction n'est pas applicable:
 - aux investissements dans des 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;
 - aux investissements dans des OPC cibles qui sont soumis à des exigences de répartition des risques au moins comparables à celles qui sont prévues pour les FIS. Pour les besoins de l'application de la présente restriction, chaque compartiment d'un OPC cible à compartiments multiples est à considérer comme un émetteur distinct, à condition que le principe de la ségrégation des engagements des différents compartiments à l'égard des tiers soit assuré.
2. Les ventes à découvert ne peuvent, en principe, avoir pour conséquence que le FIS détienne une position à découvert sur des titres de même nature émis par un même émetteur qui représentent plus de 30% de ses actifs.
3. Lors de l'utilisation d'instruments financiers dérivés, le FIS doit assurer, par une diversification appropriée des actifs sous-jacents, une répartition des risques comparable. Dans le même objectif, le risque de contrepartie dans une opération de gré à gré doit, le cas échéant, être limité en fonction de la qualité et la qualification de la contrepartie.

Ces lignes de conduite s'appliquent en principe à tous les FIS. Il est entendu que la CSSF peut accorder des dérogations sur base d'une justification adéquate. Par ailleurs, en fonction d'une politique d'investissement spécifique, la CSSF peut demander aux FIS de respecter certaines restrictions d'investissement additionnelles.

Afin que la CSSF puisse vérifier si les lignes de conduite précitées sont respectées, l'initiateur du FIS doit remettre à la CSSF les informations et documents nécessaires.

Veillez recevoir, Mesdames, Messieurs, l'expression de nos sentiments distingués.

COMMISSION SE SURVEILLANCE DU SECTEUR FINANCIER

Simone DELCOURT
Directeur

Arthur PHILIPPE
Directeur

COMMISSION de SURVEILLANCE du SECTEUR FINANCIER

Luxembourg, le 28 février 2007

A tous les personnes et entreprises
surveillées par la CSSF

CIRCULAIRE CSSF 07/283

Concerne: Entrée en vigueur de la loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés

Mesdames, Messieurs,

La présente circulaire a pour objet d'attirer l'attention sur l'entrée en vigueur de la loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés qui a été publiée au Mémorial A – N° 13 du 13 février 2007.

La loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés abroge la loi du 19 juillet 1991 relative aux organismes de placement collectif dont les titres ne sont pas destinés au placement dans le public.

La présente circulaire a pour objet de présenter de façon sommaire les principaux éléments du cadre légal instauré par la nouvelle loi.

I. Dispositions générales et champ d'application

Pour l'application de la loi du 13 février 2007 sont considérés comme fonds d'investissement spécialisés tous les organismes de placement collectif situés au Luxembourg :

- dont l'objet exclusif est le placement collectif de leurs fonds en valeurs dans le but de répartir les risques d'investissement et de faire bénéficier les investisseurs des résultats de la gestion de leurs actifs, et
- qui réservent leurs titres à un ou plusieurs investisseurs avertis, et
- dont les documents constitutifs ou d'émission prévoient qu'ils sont soumis aux dispositions de ladite loi.

Les fonds d'investissement spécialisés régis par la nouvelle loi peuvent revêtir les formes juridiques d'un fonds commun de placement ("FCP-FIS"), d'une société d'investissement à capital variable ("SICAV-FIS") ou une forme juridique autre qu'un FCP ou une SICAV. Les dispositions détaillées régissant les différentes formes de fonds d'investissement spécialisés sont reprises aux chapitres 2, 3 et 4 de la loi.

L'administration centrale d'un fonds d'investissement spécialisé doit être située au Luxembourg.

II. Notion d'investisseur averti

Aux termes de la loi du 13 février 2007, les titres d'un fonds d'investissement spécialisés doivent être réservés à un ou plusieurs investisseurs avertis.

La loi qualifie d'investisseur averti, outre l'investisseur institutionnel et l'investisseur professionnel, tout autre investisseur qui répond aux conditions suivantes:

- a) il a déclaré par écrit son adhésion au statut d'investisseur averti et
- b) (i) il investit un minimum de 125.000 euros dans le fonds d'investissement spécialisé, ou
 - (ii) il bénéficie d'une appréciation, de la part d'un établissement de crédit au sens de la directive 2006/48/CE, d'une entreprise d'investissement au

sens de la directive 2004/39/CE ou d'une société de gestion au sens de la directive 2001/107/CE certifiant son expertise, son expérience et sa connaissance pour apprécier de manière adéquate le placement effectué dans le fonds d'investissement spécialisé.

III. Agrément et surveillance

Les fonds d'investissement spécialisés sont soumis à un agrément et à une surveillance par la CSSF.

L'agrément d'un fonds d'investissement spécialisé est subordonné à l'approbation par la CSSF des documents constitutifs et du choix du dépositaire.

Les dirigeants du fonds d'investissement spécialisé et du dépositaire doivent avoir l'honorabilité et l'expérience suffisante eu égard également au type de fonds d'investissement concerné.

Sont à considérer comme dirigeants aux termes de la loi, les membres du conseil d'administration dans le cas des sociétés anonymes et des sociétés coopératives organisées sous forme de société anonyme, les commandités dans le cas de sociétés en commandite par actions, le ou les gérant(s) dans le cas des sociétés à responsabilité limitée, les membres du conseil d'administration ou les gérants de la société de gestion dans le cas des fonds communs de placement.

La loi ne prévoit pas d'agrément préalable au commencement des activités d'un fonds d'investissement spécialisé. La loi exige cependant que les demandes d'inscription sur la liste doivent être introduites auprès de la CSSF dans le mois qui suit la constitution ou la création d'un fonds d'investissement spécialisé.

IV. Document d'émission et rapport annuel

La loi impose l'établissement d'un document d'émission et d'un rapport annuel par exercice.

Le document d'émission doit contenir les renseignements qui sont nécessaires pour que les investisseurs puissent juger en pleine connaissance de cause l'investissement qui leur est proposé.

Le rapport annuel doit contenir les informations selon le schéma repris en annexe à la loi.

Les règles détaillées applicables aux documents d'émission et aux rapports annuels d'un fonds d'investissement spécialisé sont reprises au chapitre 7 de la loi.

V. Dispositions transitoires

La loi est entrée en vigueur le 13 février 2007.

Du fait de l'abrogation de la loi du 19 juillet 1991 concernant les organismes de placement collectif dont les titres ne sont pas destinés au placement dans le public, l'article 76 de la loi du 13 février 2007 dispose que les organismes assujettis à la loi du 19 juillet 1991 sont de plein droit régis par la nouvelle loi.

Pour ces organismes, toutes les références dans les statuts et les documents de vente à la loi du 19 juillet 1991 sont à lire comme des références à la loi du 13 février 2007.

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

COMMISSION DE SURVEILLANCE DU SECTEUR FINANCIER

Simone DELCOURT
Directeur

Arthur PHILIPPE
Directeur

Jean-Nicolas SCHAUS
Directeur général

COMMISSION de SURVEILLANCE du SECTEUR FINANCIER

Luxembourg, le 3 août 2007

A tous les fonds d'investissement spécialisés

CIRCULAIRE CSSF 07/310

telle que modifiée par la Circulaire CSSF 08/348

Concerne : Renseignements financiers à produire par les fonds d'investissement spécialisés (« FIS »)

Mesdames, Messieurs,

Sur la base de l'article 58 de la loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés, les fonds d'investissement spécialisés luxembourgeois sont invités à produire dorénavant à l'intention de la CSSF une série de renseignements financiers qui devront être établis sur une base mensuelle et annuelle respectivement.

Ces renseignements financiers seront utilisés par la CSSF à des fins statistiques et pour les besoins de sa surveillance sur les fonds d'investissement spécialisés concernés.

Les renseignements financiers prévus par la présente circulaire portent sur les mêmes données que celles que les organismes de placement collectif sont tenus de communiquer à la CSSF dans le cadre de la circulaire IML 97/136.

Les indications qui suivent ont pour but de fournir aux fonds d'investissement spécialisés concernés des précisions sur l'établissement et la communication des renseignements financiers demandés.

1. Contenu des renseignements financiers mensuels et annuels

Les renseignements financiers mensuels et annuels des fonds d'investissement spécialisés sont à établir selon les tableaux O 1.1., O 4.1. et O 4.2. qui sont annexés à la

présente circulaire sous forme des annexes A, B et C respectivement. Ces annexes comprennent également les définitions et commentaires relatifs aux rubriques des tableaux en question.

2. Collecte des données prévues par les tableaux O 1.1., O 4.1. et O 4.2.

La Centrale de Communications Luxembourg S.A. (“CCLux”) est chargée de collecter par voie électronique les renseignements prévus par les tableaux O 1.1., O 4.1. et O 4.2., et de les transmettre par la suite à la CSSF.

Les administrations centrales des fonds d’investissement spécialisés concernés par cette collecte transmettront 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 pourront être encryptées depuis l’émission par les administrations centrales jusqu’à leur arrivée à la CSSF. A défaut, CCLux se chargera de les encrypter en vue de leur transmission à la CSSF.

CCLux communiquera séparément à chaque administration centrale les instructions pour la saisie des données.

3. Date de référence

Renseignements financiers mensuels

Le dernier jour de chaque mois est en principe à considérer comme la date de référence pour l’établissement des renseignements financiers mensuels à communiquer par les fonds d’investissement spécialisés.

La règle qui précède n’est cependant pas obligatoire pour les fonds d’investissement spécialisés qui procèdent au moins à un calcul hebdomadaire de la valeur de leur actif net. Pour cette dernière catégorie de fonds d’investissement spécialisés, la date de référence peut être celle du dernier jour de calcul de la valeur de l’actif net du mois.

La même dérogation vaut également pour les fonds d’investissement spécialisés qui procèdent au moins mensuellement au calcul de la valeur de l’actif net par part ou action si le jour de calcul de cette valeur se situe soit dans la dernière semaine du mois de référence, soit dans la première semaine du mois suivant. Les renseignements financiers à communiquer sont alors à établir sur base des données disponibles à la date de calcul la plus proche du dernier jour du mois.

Les fonds d’investissement spécialisés qui ne calculent pas mensuellement la valeur de l’actif net par part ou action peuvent se baser dans leurs communications mensuelles sur la dernière valeur de l’actif net disponible.

Cette dernière remarque vaut également pour les fonds d'investissement spécialisés dont la valeur de l'actif net par part ou action définitive n'est pas disponible endéans le délai de 20 jours. Ces fonds d'investissement spécialisés doivent communiquer la valeur de l'actif net par part ou action définitive dès que celle-ci est disponible.

Renseignements financiers annuels

La date de clôture de l'exercice social est la date de référence pour l'établissement des renseignements financiers annuels à communiquer par les fonds d'investissement spécialisés.

4. Délai de communication

Les fonds d'investissement spécialisés doivent communiquer les renseignements financiers mensuels et annuels à CCLux dans un délai de 10 jours et de 6 mois respectivement après la date de référence.¹

5. Devise d'expression

Les tableaux mensuels et annuels doivent comporter, à l'endroit réservé à cet effet, l'indication de la devise dans laquelle sont exprimées les données chiffrées qu'ils contiennent. Cette devise doit être celle qui est utilisée pour exprimer la valeur nette d'inventaire. Les montants à renseigner sont à exprimer en chiffres unitaires, à l'exception des montants relatifs aux lignes 120, 130 et 520 du tableau mensuel qui sont à indiquer, le cas échéant, avec des décimales.

6. Fonds d'investissement spécialisés à compartiments multiples

Les renseignements financiers mensuels et annuels sont à établir pour chaque compartiment séparément. Les tableaux y relatifs doivent indiquer à l'endroit réservé à cet effet la devise dans laquelle sont exprimées les données chiffrées qu'ils contiennent. Cette devise doit être celle qui est utilisée pour exprimer la valeur nette d'inventaire du compartiment.

Il n'y a pas lieu d'établir une situation consolidée au niveau du fonds d'investissement spécialisé.

7. Numéro signalétique

La CSSF attribuera à chaque fonds d'investissement spécialisé et, s'il y a lieu, à chaque compartiment d'un fonds d'investissement spécialisé, un numéro signalétique y relatif. La CSSF communiquera séparément aux fonds d'investissement spécialisés ces numéros qui sont à indiquer sur les tableaux mensuels et annuels à l'endroit réservé à cet effet.

¹ Tel que modifié par la circulaire CSSF 08/348.

8. Période

Les tableaux annuels doivent comporter, à l'endroit réservé à cet effet, l'indication de la période sur laquelle ils portent. Cette période, qui est identique à celle couverte par le rapport annuel, est à exprimer en nombre de mois (en principe 12 mois) et le cas échéant, en nombre de jours, si la période ne porte pas dans sa totalité sur des mois entiers (dans ce dernier cas, le nombre de mois entiers et le nombre de jours restants est à indiquer).

9. Nom de l'employé(e)

Dans chaque tableau, il y a lieu d'indiquer à l'endroit réservé à cet effet, le nom de l'employé(e) responsable pour l'établissement du tableau en question ainsi que le numéro de téléphone auquel il (elle) peut être contacté(e) par la CSSF en cas de besoin.

10. Date du premier établissement des renseignements financiers mensuels et annuels

Les renseignements mensuels et annuels selon les tableaux O 1.1., O 4.1. et O 4.2., sont à établir pour la première fois à la date du 31 juillet 2007.

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

COMMISSION DE SURVEILLANCE DU SECTEUR FINANCIER

Simone DELCOURT
Directeur

Arthur PHILIPPE
Directeur

Annexes

Luxembourg, le 5 avril 2006

A toutes les sociétés d'investissement en capital à risque (SICAR)

CIRCULAIRE CSSF 06/241

Concerne: Notion de capital à risque au sens de la Loi du 15 juin 2004 relative à la société d'investissement en capital à risque (SICAR)

Mesdames, Messieurs,

La présente circulaire a pour objet de fournir une description générale de la notion de capital à risque au sens de la Loi du 15 juin 2004 relative à la société d'investissement en capital à risque (SICAR), (ci-après : « la loi Sicar »), et des critères appliqués par la CSSF pour juger de l'acceptabilité des politiques d'investissement proposées pour les Sicar.

I. NOTION DE CAPITAL A RISQUE

La loi Sicar a pour **objet** de favoriser la collecte, dans un véhicule spécialisé en capital à risque, de fonds apportés par des investisseurs avertis acceptant en connaissance de cause et dans l'espérance d'un meilleur rendement les risques accrus associés le plus souvent au capital à risque, à savoir une moindre liquidité, une plus grande volatilité de prix et une qualité de crédit moindre.

L'article 1 paragraphe (2) de la loi Sicar précise les **critères d'appréciation** de la notion de capital à risque qu'elle définit comme étant l'apport de fonds direct ou indirect à des entités en vue de leur lancement, de leur développement ou de leur introduction en bourse.

D'une façon générale, le capital à risque au sens de la loi Sicar se caractérise par la réunion simultanée de deux éléments, à savoir un risque élevé et une volonté de développement des entités cibles. Il est considéré qu'une volonté de développement des entités cibles est

inhérente *per se* aux apports de capitaux à des entités en vue de leur lancement et de leur introduction en bourse.

Les dossiers d'agrément soumis à la CSSF doivent comprendre une description des aspects « risque » et « développement » liés au projet de Sicar. La présente section a pour objet de préciser davantage les critères appliqués par la CSSF pour juger si une politique d'investissement projetée est éligible sous la loi Sicar.

Les documents parlementaires précisent que la notion de « **capital à risque** » vise notamment les financements de type *venture capital* et *private equity*.

Le *venture capital* désigne en règle générale le capital mis à disposition de firmes nouvellement lancées (*start up*) ou actives dans des secteurs d'activités à potentiel de développement élevé.

La notion de *private equity* est à comprendre au sens large. Le *private equity* comporte un risque inhérent qui est notamment celui dû au manque de liquidité. Il peut être décrit, par opposition aux titres cotés, comme tout investissement dans une société privée non cotée, souvent de taille relativement limitée et d'un risque non négligeable.

Conformément à la volonté du législateur, l'objectif premier de la Sicar doit être de contribuer au développement des entités dans lesquelles elle investit.

La **notion de développement** est comprise au sens large comme une création de valeur au niveau des sociétés cibles. Cette création de valeur peut prendre différentes formes.

En général, les investissements effectués par les Sicar représentent un apport de capital de développement pour les entités cibles. Un apport de capitaux nouveaux dans les sociétés cibles n'est cependant pas requis en tous les cas ; l'acquisition sur le marché secondaire de titres représentatifs de capital à risque est également éligible.

En vue de maximiser les bénéfices résultant des investissements pour les actionnaires de la Sicar, la Sicar interviendra souvent dans la gestion des sociétés cibles via une activité de conseil ou une représentation dans les organes dirigeants de la société cible, tentant de créer de la valeur dans cette dernière par des mesures de restructuration, de modernisation, et en favorisant toutes mesures de nature à conduire à une meilleure allocation des ressources.

Une intervention active de la Sicar en vue d'une création de valeur dans les sociétés cibles n'est cependant pas requise dans tous les cas, lorsque d'autres éléments peuvent établir qu'il s'agit d'un investissement en capital à risque, par exemple le mode de financement utilisé ou

la nature des intervenants, ou leur mode de rémunération. Toutefois lorsque la Sicar investit dans une seule société cible, l'élément de gestion active est important.

En ce qui concerne les différentes **formes** que peuvent prendre les investissements en capital à risque ou l'objectif poursuivi par ces investissements, les documents parlementaires précisent que le champ d'application de la loi couvre toutes sortes d'investissements de type *private equity*. Les investissements en capital à risque peuvent notamment prendre la forme dans le domaine du *private equity* d'opérations de type *Buy-offs*, *Leveraged Buy Outs*, *Management Buy Out* et *Management Buy In*, ainsi que dans le domaine du *venture capital* d'investissements de type *Start-up* et *Early Stage*. En outre, la manière dont la Sicar se désinvestira de l'entité dans laquelle elle a placé ses fonds, que ce soit dans le cadre d'une vente de gré à gré d'actifs ou de participations, ou dans le cadre d'une introduction en bourse (*Initial Public Offering /IPO*), n'est pas délimitée par la loi, alors qu'il appartient aux dirigeants de la Sicar de trouver le moyen juridique et fiscal le plus approprié en vue de ce désinvestissement.

De même, aucun **type de financement** des sociétés cibles n'est exclu a priori. Sont éligibles en principe tous les modes de financement, que ce soit par mise en capital, des emprunts obligataires, des crédits „intermédiaires“ (*bridge finance*) ou des financements similaires, des financements de type *mezzanine*, des emprunts convertibles, à condition que le financement constitue un apport de type « capital à risque ».

La loi Sicar n'impose pas une **répartition des risques** dans les placements choisis et il est dès lors parfaitement concevable que certaines Sicar limitent leurs investissements à une ou plusieurs entreprises agissant par exemple dans des créneaux particulièrement étroits ou des secteurs extrêmement pointus.

A relever finalement qu'en tant que société d'investissement en capital à risque, l'intention déclarée de la Sicar sera généralement d'acquérir des actifs financiers en vue de les revendre avec plus-value par opposition à une société holding qui acquiert pour détenir ; à cet égard le facteur « **durée de détention** » est un critère important pour déterminer si un investissement est éligible ou non.

L'on peut conclure qu'il convient dans la pratique de prendre en considération plusieurs aspects (nombre et nature des entités cibles, leur degré de maturité, projets de développement, durée de détention projetée...) pour évaluer si une politique d'investissement est éligible sous la loi Sicar.

Cas particulier des investissements immobiliers

Alors que le texte de loi ne permet pas aux Sicar de détenir directement des immeubles, l'investissement indirect via des entités qui détiennent ou investissent dans des actifs immobiliers constitutifs de capital à risque est possible (*private equity real estate*), de même que l'apport de capitaux à des sociétés immobilières.

Les dossiers d'agrément de Sicar souhaitant investir dans le secteur immobilier doivent comprendre un argumentaire visant à établir que les investissements projetés constituent bien du capital à risque au sens de la loi Sicar.

Les investissements de type *private equity real estate* doivent avoir, dans tous les cas, pour but d'apporter un **développement** (c.-à-d. créer une valeur ajoutée) au niveau de l'objet immobilier sous-jacent. Le fait que les objets immobiliers peuvent justifier d'un type de risque particulièrement élevé ou sont situés dans des pays présentant un certain risque politique n'est pas à lui seul suffisant pour attester le caractère de capital à risque.

Cette création de valeur au niveau de l'objet immobilier sous-jacent peut être comprise au sens large comme un changement des conditions existantes ; elle peut adopter plusieurs formes, telles que la valorisation de l'immeuble par des travaux de rénovation, la renégociation des contrats, le renouvellement des locataires, la restructuration du portefeuille.

Afin de permettre la qualification d'un investissement comme *private equity real estate* par opposition au simple *real estate*, il convient de prouver en plus que les objets immobiliers sous-jacents représentent un **risque particulier**, allant au-delà du risque immobilier normal sur un marché donné.

Un tel risque particulier peut consister, par exemple, dans le fait que l'immeuble ne peut pas être aisément loué ou est situé dans une zone de construction sinistrée ou défavorisée. Alors qu'il n'est pas nécessairement suffisant à lui seul, le risque politique peut également être un des éléments à prendre en compte. A l'inverse, le risque de prix découlant d'une flambée des prix sur certains marchés immobiliers n'est pas un critère suffisant contrairement au risque de transfert ou au risque légal découlant, le cas échéant, de la localisation géographique des immeubles sous-jacents.

Finalement, à l'instar de l'approche générale décrite supra, il importe également de souligner en particulier dans le domaine des investissements immobiliers, qu'en tant que société d'investissement, l'objet de la Sicar doit être d'acheter en vue de vendre avec plus-value ; n'est pas éligible par exemple la création de Sicar dont la politique se limiterait à détenir ou à administrer à travers une Sicar des parcs immobiliers familiaux ou appartenant à une entreprise ou un groupe.

Dès lors, le critère « capital à risque » en matière d'investissements immobiliers est apprécié sur base d'un faisceau d'éléments, tels que :

- Investissements à fort potentiel d'appréciation en raison des risques particuliers associés aux immeubles sous-jacents
- Projets de développement/création de valeur au niveau des immeubles sous-jacents
- Niveau de risque/rendement escompté élevé
- Identité des gestionnaires, nature de leur rémunération et mode de sélection des objets immobiliers
- Participation financière des gestionnaires/initiateurs dans le projet
- Gestion active des immeubles sous-jacents, durée de détention/horizon d'investissement limité dans le temps
- En général, absence de revenus locatifs réguliers
- Nature du financement : souvent effet de levier important, financements de type *mezzanine*, *distressed* ou *non-performing* ou de type *CBOs*.

En utilisant la terminologie financière d'usage en matière immobilière, l'on pourrait schématiser en disant qu'une stratégie d'investissement de type *opportunistic* est en principe acceptable. Des caractéristiques pouvant définir l'immobilier *opportunistic* sont notamment l'absence de location, la transformation des locaux ou la construction de nouveaux locaux.

II. APPROCHE PRUDENTIELLE

La présente section a pour objet d'informer sur l'approche prudentielle adoptée dans certains cas particuliers.

Investissements indirects

La loi permet d'une façon générale l'investissement indirect en actifs représentatifs de capital à risque sans imposer de restrictions sur la nature ou la forme juridique des sociétés intermédiaires.

En particulier l'investissement indirect via un OPC ou un autre véhicule d'investissement de type *private equity* est acceptable dans la mesure où la politique d'investissement de ces véhicules les restreint à investir dans des actifs éligibles en tant que capital à risque au sens de la loi Sicar.

La même approche s'applique en ce qui concerne l'investissement dans des fonds immobiliers.

Par contre, les *hedge funds* ne sont en règle générale pas des investissements éligibles pour les Sicar, car ne poursuivant pas l'objectif de création de valeur au niveau des sociétés cibles.

Risque politique

Le critère de la localisation géographique des entités cibles n'est pas en lui-même toujours suffisant pour justifier le caractère capital à risque. Une analyse de cas en cas s'impose sur base des arguments développés au niveau du dossier d'agrément, visant à prouver le caractère de capital à risque en établissant d'une part l'existence d'un risque politique et en complément d'autre part d'autres caractéristiques de risque spécifiques.

L'investissement dans des sociétés situées dans des régions à risque politique semble possible dans la mesure où un développement, créateur de valeur au niveau de la société cible, peut être prouvé.

Il en est de même en matière immobilière, où le fait que les objets immobiliers sous-jacents sont situés dans des pays présentant un certain risque politique ne suffit pas nécessairement pour attester le caractère de capital à risque.

Mezzanine loans (primary & secondary market) et distressed debt

Le *mezzanine financing* est un mode de financement éligible dans la mesure où l'entité cible bénéficiant de l'apport de fonds répond aux critères d'éligibilité en tant que capital à risque, par exemple dans la mesure où il s'agit d'une société non cotée. Tel n'est pas le cas si le *mezzanine financing* a comme destinataire une société cotée, à moins que le financement soit accordé en vue d'un projet de développement spécifique, un retrait de la cote par exemple.

Sont également considérés comme des investissements de type *private equity*, les investissements dans des émissions existantes de type *mezzanine* et/ou des titres de type *distressed debt* lorsque le but poursuivi est d'augmenter la valeur des investissements via une restructuration des sociétés concernées.

Recours aux instruments dérivés

Une Sicar peut utiliser des instruments dérivés à titre de couverture ou si de telles opérations sont nécessaires à la réalisation de sa politique d'investissement. Mais l'investissement en instruments dérivés ne peut pas constituer l'objet de sa politique.

Investissements dans des titres cotés

La Sicar est une société spécialisée qui doit avoir comme seul objectif d'investir dans des actifs représentant du capital à risque au sens de la loi Sicar.

Le critère de capital à risque n'est pas nécessairement remis en question dans le cas d'investissements dans des titres cotés, par exemple lorsque les titres sont cotés sur une bourse qui ne répond pas aux exigences applicables aux marchés réglementés ou lorsque les titres bien que cotés sur un marché réglementé ont été émis par une entité représentant du capital à risque au sens de la loi Sicar. De même, l'investissement dans certains titres cotés peut être éligible dans des cas spécifiques lorsqu'il est associé à un projet de développement spécifique de la société cible ou vise un retrait de la cote des valeurs cotées. Les investissements cotés de type *small caps* par exemple pourraient constituer des investissements éligibles pour une Sicar, l'introduction en bourse de ces sociétés ne devant pas nécessairement mettre fin à l'investissement.

Finalement, la politique d'investissement d'une Sicar peut prévoir comme mode de gestion des liquidités en attente d'investissement qu'une Sicar place de manière temporaire ses liquidités en attente d'investissement dans des titres cotés liquides non représentatifs de capital à risque.

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

COMMISSION DE SURVEILLANCE DU SECTEUR FINANCIER

Arthur PHILIPPE
Directeur

Jean-Nicolas SCHAUS
Directeur général

COMMISSION de SURVEILLANCE du SECTEUR FINANCIER

Luxembourg, le 23 octobre 2008

A toutes les « Sociétés d'investissement en
capital à risque » (SICAR)

CIRCULAIRE CSSF 08/376

Concerne : Renseignements financiers à transmettre par les sociétés d'investissement en capital à risque (« SICAR »)

Mesdames, Messieurs,

Nous nous référons à la mission de surveillance de la CSSF en tant qu'autorité compétente au sens de l'art. 11 (1) de la loi modifiée du 15 juin 2004 relative à la société d'investissement en capital à risque (SICAR) (« la Loi »).

Sur la base de l'article 32 de la Loi, les SICAR luxembourgeoises sont invitées à communiquer à la CSSF un certain nombre de renseignements financiers qui seront utilisés par la CSSF pour les besoins de la surveillance prudentielle sur les SICAR et à des fins statistiques.

La première partie de la présente circulaire fournit des précisions sur le contenu et l'établissement des renseignements semestriels standardisés demandés et introduit la transmission électronique du reporting semestriel standardisé à remettre à la CSSF.

La circulaire décrit par ailleurs les autres obligations de reporting des SICAR sur une base annuelle et ad hoc.

A. Renseignements financiers semestriels

I. Contenu des renseignements financiers semestriels

Les renseignements financiers semestriels des SICAR sont à établir, le cas échéant par compartiment, selon le tableau K 3.1 qui est publié sur le site Internet de la CSSF (<http://www.cssf.lu>) sous la rubrique Reporting légal/Reporting périodique/SICAR.

Le tableau K3.1 reprend le détail des renseignements financiers semestriels à transmettre. Par analogie aux comptes statutaires des sicar, un même schéma de reporting est applicable pour les SICAR à capital fixe et les SICAR à capital variable.¹

1. Dates de référence

Les dates de référence pour l'établissement des renseignements financiers semestriels à communiquer par les SICAR sont le 30 juin et le 31 décembre de chaque année.

Le tableau semestriel doit mentionner la date de référence à l'endroit réservé à cet effet.

2. Délai de communication

Les SICAR doivent communiquer les renseignements financiers semestriels à la CSSF dans un délai de 45 jours calendrier après la date de référence.

Dans ce contexte, il y a lieu de préciser que les renseignements financiers à fournir endéans le délai précité peuvent être établis si nécessaire sur base de chiffres provisoires en ce qui concerne l'évaluation des investissements en capital à risque.

3. Devise d'expression

Le tableau semestriel doit contenir, à l'endroit réservé à cet effet, l'indication de la devise dans laquelle sont exprimées les données chiffrées qu'il contient.

4. Nomenclature

Le tableau applicable est à renvoyer, le cas échéant par compartiment, en respectant impérativement lors de la sauvegarde du fichier la nomenclature décrite dans le manuel d'utilisation (« Schedule of conditions ») publié sur le site Internet de la CSSF (<http://www.cssf.lu>) sous la rubrique Reporting légal/Reporting périodique/SICAR.

5. Nom de l'employé(e) responsable

Il y a lieu d'indiquer à l'endroit réservé à cet effet dans le tableau, le nom de l'employé(e) responsable pour l'établissement du tableau en question, le numéro de téléphone ainsi que l'adresse e-mail auquel il (elle) peut être contacté(e) par la CSSF en cas de besoin.

II. Transmission sécurisée des données vers la CSSF

Les SICAR, respectivement leurs administrations centrales transmettent à la CSSF les renseignements demandés, suivant les formats définis par la CSSF.

¹ Les tableaux K3.1 (ancienne version) et K3.2 utilisés pour les rapports financiers aux 31 décembre 2007 et au 30 juin 2008 sont abolis.

A cet effet, les SICAR, respectivement leurs administrations centrales, sont priées de télécharger le *template* en format Microsoft ® Excel qui se trouve sur le site Internet de la CSSF (<http://www.cssf.lu>) sous la rubrique Reporting légal/Reporting périodique/SICAR.

Les SICAR sont invitées à transmettre le tableau dûment complété à la CSSF dans les délais impartis et sous forme électronique.

En considération du caractère confidentiel de certaines des données à renseigner sur les SICAR, il est indispensable de recourir à une transmission sécurisée des données. La CSSF requiert pour les Sicar un concept de sécurité basé sur **l'encryptage de bout à bout** entre l'établissement soumis au reporting prudentiel et le régulateur, à l'instar des exigences en vigueur pour le reporting TAF/MIFID, le reporting prudentiel comptable des établissements de crédit (FINREP/COREP en format XBRL) et le reporting prudentiel des PSF.

Les spécifications d'encryptage applicables aux fichiers du reporting semestriel des SICAR sont identiques à celles détaillées dans la circulaire CSSF 08/334 «Spécifications d'encryptage pour les déclarants». Les SICAR peuvent consulter cette circulaire sur le site Internet de la CSSF, rubrique « Législation et réglementation / Circulaires ».

III. Utilisation de nouveaux canaux de transmission pour la communication du reporting semestriel pour les SICAR

A partir du reporting au 31 décembre 2008 les SICAR sont tenues de communiquer le reporting semestriel à travers un des canaux de transmission décrits sur le site www.cssf.lu sous la rubrique Reporting Légal / Transport et sécurisation. Il est rappelé que les canaux susmentionnés sont offerts en combinaison avec un module d'encryptage/décryptage compatible avec les spécifications d'encryptage mentionnées dans la circulaire CSSF 08/334.

Pour des questions techniques, le Helpdesk du service informatique de la CSSF est à votre disposition sous le numéro 26 25 1 - 414.

A toutes fins utiles, il est rappelé qu'avant toute transmission, le certificat LUXTRUST utilisé pour la signature électronique des rapports est à enregistrer auprès de la CSSF et ceci à partir du 3 novembre 2008 selon la procédure décrite dans la circulaire CSSF 08/334 et adaptée pour le cas des SICAR dans le chapitre qui suit.

IV. Installation du canal de transmission et enregistrement du certificat

L'envoi des fichiers est effectué

- soit par l'administration centrale. Dans ce cas, l'administration centrale installe un des canaux de transmission acceptés par la CSSF et enregistre le certificat auprès de la CSSF par analogie à la procédure décrite dans la circulaire 08/334.
- par un **agent technique** auquel l'administration centrale a délégué l'envoi. Alors l'installation du canal est à effectuer auprès de cet agent technique et le certificat de l'agent technique est à enregistrer à la CSSF.

Le courrier électronique (référéncé dans la circulaire 08/334) pour enregistrer le certificat est à envoyer par l'**administration centrale (ou l'agent technique en cas de délégation)** à l'**adresse habituelle certrep@cssf.lu**. Ce courrier électronique devra contenir dans le cas des SICAR :

- Le canal à travers lequel des fichiers signés avec ce certificat seront envoyés
- Nom du déclarant (soit l'administration centrale, soit l'agent technique)
- Nom de la personne de contact
- Prénom de la personne de contact
- Téléphone de la personne de contact
- Adresse e-mail de la personne de contact
- **Fichier attaché** : le certificat Luxtrust utilisé pour la signature.

Il contiendra également la liste des SICAR sous la responsabilité du déclarant :

Informations SICAR (obligatoires)		Administration centrale responsable (à envoyer seulement par les agents techniques)		
Numéro	Nom	Type d'entité	Numéro	Nom
...

La lettre officielle (référéncée dans la circulaire 08/334) pour valider officiellement le certificat est à envoyer à la division GFD de la CSSF par l'**administration centrale** de la SICAR ; elle contiendra

- le numéro du certificat (soit « Serial number », soit « Thumbprint »)
- le cas échéant le nom de l'agent technique éventuel
- la liste des SICAR concernées

Informations SICAR (obligatoires)	
Numéro	Nom
...	...

L'enregistrement d'un certificat ne pourra se faire qu'au niveau de la SICAR, non du compartiment de la SICAR.

B. Autres obligations de reporting

En application de l'article 28 de la Loi toute SICAR doit, par ailleurs, transmettre à la CSSF copie du rapport annuel audité dès qu'il est disponible, et en tous les cas endéans les six mois, à compter de la fin de la période à laquelle le rapport se réfère. Dans ce contexte la CSSF souhaite recevoir également la lettre de recommandation émise par le réviseur d'entreprises dans le cadre du contrôle des comptes annuels de la SICAR ou à défaut, une déclaration écrite du réviseur d'entreprises de laquelle il ressort qu'une telle lettre n'a pas été émise.

C. Entrée en vigueur

Les dispositions de la présente circulaire entrent en vigueur pour le reporting financier au 31 décembre 2008.

A partir de cette date tous les rapports financiers semestriels sont donc à envoyer à la CSSF en utilisant la nouvelle nomenclature et à travers les nouveaux canaux. Par contre, les fichiers concernant une date de référence antérieure au 31 décembre 2008 doivent être envoyés impérativement sous l'ancien format.

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

COMMISSION DE SURVEILLANCE DU SECTEUR FINANCIER

Simone DELCOURT
Directeur

Jean-Nicolas SCHAUS
Directeur Général