

# Fonds de pension luxembourgeois : mise en perspective dans un contexte réglementaire international en pleine évolution sur fond de crise financière et économique

Jacques ELVINGER  
*Avocat à la Cour*  
*Elvinger, Hoss & Prussen*

Olivia MOESSNER  
*Avocat à la Cour*  
*Elvinger, Hoss & Prussen*

Céline WILMET  
*Juriste*  
*Elvinger, Hoss & Prussen*

## TABLE DES MATIÈRES

<b>Introduction</b> .....	2571
<b>Titre 1 – Les fonds de pension luxembourgeois: une réglementation stable et flexible</b> .....	2572
Chapitre 1 – Remarque introductive .....	2572
Chapitre 2 – Un tronc commun empreint d’une grande flexibilité .....	2573
Section 1 – Agrément et surveillance .....	2573
Section 2 – Passeport .....	2573
Section 3 – Compartiments .....	2575
Section 4 – Fiscalité .....	2576

Chapitre 3 – Spécificité de chaque véhicule . . . . .	2577
Section 1 – Fonds CSSF . . . . .	2577
Section 2 – Fonds CAA . . . . .	2584
<b>Titre 2 – Impact des réformes européennes découlant de la crise financière sur les fonds de pension . . . . .</b>	<b>2588</b>
Chapitre 1 – Les fonds de pension, investisseurs sur les marchés financiers en crise. . . . .	2589
Section 1 – Les modifications annoncées de la directive 2003/41/CE . . .	2589
Section 2 – Interdiction d’un recours automatique ou exclusif aux notations de crédit . . . . .	2596
Chapitre 2 – Les fonds de pension, un véhicule d’investissement spécifique, bénéficiant d’un traitement particulier . . . . .	2598
Section 1 – Les fonds de pension et la directive AIFM (directive 2011/61/UE) . . . . .	2598
Section 2 – L’impact d’EMIR sur les fonds de pension. . . . .	2600
<b>Glossaire . . . . .</b>	<b>2604</b>

## *Introduction*

- 1.** Le vieillissement de la population européenne combiné à la crise financière et économique actuelle a remis sur le devant de la scène l'importance des systèmes de retraite complémentaire.
- 2.** La Commission européenne a ainsi publié en février 2012 un livre blanc<sup>1</sup> ayant pour objet une réflexion sur une stratégie pour des retraites adéquates, sûres et viables. La publication de ce livre blanc est notamment l'occasion pour la Commission européenne d'annoncer une proposition législative visant à réviser la directive sur les institutions de retraite professionnelle dans le but, notamment, de promouvoir les opérations transfrontalières en la matière. Bien que les ambitions annoncées dans ce livre blanc aient finalement été revues à la baisse pour limiter la révision aux aspects relatifs à la gouvernance et à la transparence des institutions de retraite professionnelle, la réforme annoncée pourrait ouvrir des perspectives de développement pour les fonds de pension luxembourgeois à vocation paneuropéenne.
- 3.** En parallèle, la même crise financière et économique incite le législateur européen à prendre des mesures visant à renforcer la sûreté et la transparence des produits financiers au sens large. Ceci implique l'introduction ou le renforcement d'exigences en termes de substance pour les différents acteurs du secteur financier.
- 4.** Après un rappel des cadres luxembourgeois et européens actuels s'appliquant spécifiquement aux fonds de pension (titre 1), les auteurs se pencheront sur une série de réglementations européennes récentes ou à venir du point de vue de leur impact possible sur les fonds de pensions telles que la réforme de la directive sur les institutions de retraite professionnelle (Directive 2003/41/CE), la Directive AIFM et l'impact de la nouvelle réglementation en matière de produits dérivés (EMIR) (titre 2). Afin de faciliter la lecture du document, les principaux termes définis ont été rassemblés dans un glossaire inséré à la suite du titre 2 de cette contribution.

---

<sup>1</sup> Ce livre blanc, intitulé « Une stratégie pour des retraites adéquates, sûres et viables » et publié le 16 février 2012, est basé sur les résultats d'une vaste consultation lancée en juillet 2010 dans le cadre de laquelle la Commission européenne a publié un livre vert, dont il sera question dans le paragraphe 68.

## Titre 1

**Les fonds de pension luxembourgeois :  
une réglementation stable et flexible**

## Chapitre 1

*Remarque introductive*

5. Au niveau européen, les institutions de retraite professionnelles sont régies par la Directive 2003/41/CE<sup>2</sup>, qui fixe un cadre juridique commun aux institutions de retraite professionnelle de l'Union européenne.

6. Cette directive fut mise en œuvre par différents textes dont, principalement, la loi luxembourgeoise du 13 juillet 2005 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle<sup>3</sup> (la «Loi IRP»). La Loi IRP, qui fixe un cadre commun à tous les fonds de pension luxembourgeois, définit l'institution de retraite professionnelle comme «un établissement, quelle que soit sa forme juridique, qui fonctionne selon le principe du financement par capitalisation et qui est établi séparément de toute entreprise ou groupement d'affiliations dans le but de fournir des prestations de retraite liées à une activité professionnelle, sur la base d'un accord ou d'un contrat :(i) individuel ou collectif entre le ou les employeur(s) et le(s) salarié(s) ou leurs représentants respectifs, ou (ii) conclu avec des travailleurs non-salariés, conformément à la législation des États d'accueil et d'origine, et qui exerce des activités qui découlent directement de ce but».

7. Il existe actuellement deux catégories d'institutions de retraite professionnelles au sens de la Loi IRP. La première («Fonds CAA») relève de l'agrément et de la surveillance du Commissariat aux assurances (le «Commissariat»), tandis que la seconde («Fonds CSSF») est soumise à l'agrément et à la surveillance de la Commission de surveillance du secteur financier («CSSF»). Avant d'analyser les spécificités propres à chacune de ces structures, communément appelées «fonds de pension» (chapitre 2), les auteurs esquisseront leurs traits communs (chapitre 1). Avant d'entrer dans le vif du sujet, notons encore qu'il existe actuellement 18 fonds de pension (tous dotés de la personnalité juridique) à Luxembourg et que, sur ces 18 fonds de pension, 4 relèvent de la surveillance du Commissariat et 14 de la surveillance de la CSSF.

<sup>2</sup> Directive 2003/41/CE du 3 juin 2003 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle.

<sup>3</sup> Notons ici que la Loi IRP, qui s'inspire à cet égard de la terminologie utilisée par la Directive 2003/41/CE, se réfère aux institutions de retraite professionnelle (et non aux fonds de pension).

## Chapitre 2

### *Un tronc commun empreint d'une grande flexibilité*

#### Section 1

##### **Agrément et surveillance**

**8.** Les fonds de pension sont soumis à l'agrément et à la surveillance de leur autorité de contrôle respective (à savoir le Commissariat pour les Fonds CAA et la CSSF pour les Fonds CSSF). L'autorité de contrôle bénéficie à cet égard du support du réviseur<sup>4</sup>, qui est notamment tenu de lui signaler tout fait ou décision dont il a pris connaissance dans l'exercice de sa mission qui est de nature à (i) constituer une violation des dispositions légales ou réglementaires relatives aux conditions d'agrément du fonds de pension ou qui régissent de manière spécifique l'exercice des activités du fonds, (ii) porter atteinte à la continuité de l'exploitation du fonds ou (iii) entraîner le refus de certification des comptes ou l'émission de réserve<sup>5</sup>.

#### Section 2

##### **Passeport**

**9.** En tant qu'institutions de retraite professionnelle au sens de la Directive 2003/41/CE, les fonds de pension luxembourgeois bénéficient d'un passeport européen qui leur permet d'exercer leurs activités au sein de l'Union européenne (moyennant le respect d'une procédure de notification que nous ne détaillerons pas ici) en restant soumis au contrôle de leur autorité d'origine.

**10.** Cette apparente flexibilité est toutefois tempérée par l'obligation de respecter le droit social de l'État dans lequel est implantée l'entreprise dont le fonds de pension gère le régime de retraite<sup>6</sup>, qui impose aux fonds de pension exerçant des activités transfrontalières dans plusieurs États membres de combiner des règles divergentes au sein d'une même structure.

<sup>4</sup> Quel que soit le régime auquel elles sont soumises, toutes les institutions de retraite professionnelle luxembourgeoises sont tenues de faire contrôler les données comptables contenues dans leur rapport annuel par un auditeur basé à Luxembourg.

<sup>5</sup> Voy. à cet égard l'article 90 de la Loi du 13 juillet 2005 et 35 (2) de la Loi de 1991, dont le texte n'est pas fidèlement reproduit ici.

<sup>6</sup> Pour être complets, notons que l'État d'accueil peut également (dans certaines conditions) imposer des règles d'investissement spécifiques ou des obligations particulières en matière d'information des investisseurs. Voy. à cet égard les articles 18.7 et 20.7 de la Directive 2003/41/CE.

**11.** Bien que cette contrainte puisse être atténuée par la création de compartiments, elle demeure l'un des principaux obstacles aux activités transfrontalières des fonds de pension, qui restent limitées malgré les nombreuses perspectives offertes par le passeport.

**12.** Face au faible succès du passeport<sup>7</sup>, le législateur luxembourgeois a, une fois de plus, fait preuve de créativité en permettant la mise en place de véhicules de regroupement d'actifs (*asset pooling vehicles*), qui constituent un précieux outil d'optimisation de la gestion des fonds de pension (voire une alternative de choix à l'établissement d'un fonds de pension) pour les acteurs découragés par la complexité et la charge administrative que représente la gestion des fonds de pension<sup>8</sup> exerçant des activités transfrontalières.

**13.** Ces véhicules permettent le regroupement d'actifs destinés aux pensions<sup>9</sup> dans une structure commune, qui peut notamment prendre la forme d'un organisme de placement collectif en valeur mobilière (OPCVM), d'un Fonds Partie II<sup>10</sup> ou d'un fonds d'investissement spécialisé<sup>11</sup> dont l'interposition est fiscalement neutre, puisqu'il bénéficie d'une exonération de la taxe d'abonnement<sup>12</sup>.

<sup>7</sup> Au 31 décembre 2012, seuls trois fonds de pension luxembourgeois (deux Fonds CSSF et un Fonds CAA) exerçaient des activités sur base transfrontalière.

<sup>8</sup> Notons que l'article 78 de la Loi du 13 juillet 2005 autorise expressément les Fonds CSSF à placer l'intégralité de leurs avoirs dans un ou plusieurs véhicules de regroupement d'actifs à condition de respecter la politique de placement prévue par le règlement de pension du régime de retraite. L'article 8.2 du Règlement du 31 août 2000 prévoit quant à lui que le Commissariat peut accorder des assouplissements aux règles relatives à la congruence, à la localisation, à la dispersion et à la diversification des actifs sur demande motivée du fonds de pension concerné.

<sup>9</sup> Il peut s'agir de regrouper plusieurs fonds de pension (le cas échéant de nationalité différente) ou de regrouper les actifs d'un ou plusieurs employeurs (tels que des plans de pension) dans une même structure. Dans le second cas, le regroupement d'actifs constitue une véritable alternative aux fonds de pension, en évitant purement et simplement la mise en place d'un fonds de pension.

<sup>10</sup> Fonds soumis à la partie II de la loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif.

<sup>11</sup> Fonds soumis à la loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissements spécialisés.

<sup>12</sup> Cette exonération est applicable (a) aux organismes de placement collectif soumis à la loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif dont les titres sont réservés à (i) des institutions de retraite professionnelle ou véhicules d'investissement similaires créés sur l'initiative d'un ou de plusieurs employeurs pour le bénéfice de leurs salariés et (ii) des sociétés d'un ou de plusieurs employeurs investissant les fonds qu'ils détiennent pour fournir des prestations de retraite à leurs salariés; et (b) aux fonds d'investissement spécialisés dont les titres sont réservés à (i) des institutions de retraite professionnelle ou véhicules d'investissement similaires créés sur l'initiative d'un ou de plusieurs employeurs pour le bénéfice de leurs salariés et (ii) des sociétés d'un ou de plusieurs employeurs investissant les fonds qu'ils détiennent pour fournir des prestations de retraite à leurs salariés.

**14.** Contrairement à la gestion de l'actif, la gestion du passif des régimes de retraite reste locale, évitant ainsi les calculs et les opérations transfrontalières complexes.

### Section 3

#### **Compartiments**

**15.** À l'instar des organismes de placement collectif, les institutions de retraite professionnelle luxembourgeoises sont autorisées à créer, en leur sein, différents compartiments (ne disposant pas de la personnalité juridique), dont les avoirs et dettes peuvent être séparés de ceux des autres compartiments.

**16.** Pour les Fonds CSSF, la possibilité de créer une structure à compartiments multiples découle directement de la loi, qui prévoit d'ailleurs qu'à défaut de disposition contraire dans les documents constitutifs, chaque compartiment correspondra à une partie distincte du patrimoine du fonds de pension<sup>13</sup>.

**17.** La situation est un peu différente pour les Fonds CAA dans la mesure où aucune disposition légale ou réglementaire ne consacre expressément la possibilité de créer des compartiments. La séparation des patrimoines des différents compartiments doit donc être organisée contractuellement.

**18.** D'un point de vue pratique, la « compartimentalisation » offre une grande flexibilité en permettant notamment (i) d'atténuer les difficultés liées à l'obligation de respecter le droit social de l'État d'accueil en cas de gestion transfrontalière (en créant un compartiment distinct pour chaque État d'accueil), (ii) de désigner un dépositaire et/ou un gestionnaire<sup>14</sup> différent(s) pour chaque compartiment, (iii) de regrouper plusieurs employeurs dans une même entité juridique (en créant un compartiment distinct pour chaque employeur) ou (iv) de fixer une politique d'investissement différente pour chaque compartiment.

<sup>13</sup> Articles 11 et 37 de la Loi du 13 juillet 2005.

<sup>14</sup> La possibilité de désigner un gestionnaire par compartiment ne s'applique qu'en matière de Fonds CSSF dans la mesure où, comme nous le verrons plus bas, le Commissariat préfère la notion de « dirigeant » à celle de gestionnaire.

## Section 4

**Fiscalité**

**19.** Bien que les fonds de pension soient soumis à l'impôt sur le revenu des collectivités, ils subissent en pratique une pression fiscale faible dans la mesure où leur base imposable s'avère souvent nulle (ou quasi nulle).

**20.** En effet, en ce qui concerne les Fonds CSSF, les revenus provenant des valeurs mobilières ainsi que les revenus dégagés par la cession de ces actifs ne constituent pas des revenus imposables. Par ailleurs, les sommes correspondant à la dotation des réserves réglementaires opérées par certains Fonds CSSF<sup>15</sup> en vue de la constitution des actifs de couverture supplémentaires constituent des dépenses déductibles lors de la détermination de l'impôt sur le revenu des collectivités.

**21.** En ce qui concerne les Fonds CAA, les sommes correspondant à la dotation des provisions techniques opérées par les Fonds CAA constituent des dépenses déductibles pour les besoins de la détermination de leur impôt sur le revenu, pour autant que ces provisions techniques forment la contrepartie des obligations existant à leur charge à l'égard de leurs assurés à la fin de l'exercice social<sup>16</sup>.

**22.** Seuls les Fonds CAA sont soumis à l'impôt sur la fortune, les Fonds CSSF en étant expressément exonérés en application de la Loi du 13 juillet 2005 relative aux institutions de retraite professionnelle sous forme de société d'épargne-pension à capital variable (SEPCAV) et d'association d'épargne-pension (ASSEP) et portant modification de l'article 167, alinéa 1, de la loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu (ci-après la «Loi du 13 juillet 2005»).

**23.** À l'instar de toutes les entités soumises à l'impôt sur le revenu, les fonds de pension bénéficient en principe du bénéfice des conventions préventives de double imposition. Force est toutefois de constater que la plupart des conventions ont été conclues avant leur création et ne visent donc pas expressément les fonds de pension. L'application effective de ces conventions aux fonds de pension reste dès lors soumise à l'appréciation des différentes autorités fiscales concernées.

**24.** Les fonds de pension sont par ailleurs assujettis à la taxe sur la valeur ajoutée (TVA), mais leur gestion est exonérée.

<sup>15</sup> Les Fonds CSSF visés ici sont les ASSEP (définies au paragraphe 25).

<sup>16</sup> Article 167, alinéa 1, (1) de la loi modifiée du 4 décembre 1967, concernant l'impôt sur le revenu.

## Chapitre 3

### *Spécificité de chaque véhicule*

#### Section 1

#### **Fonds CSSF**

**25.** Il existe deux régimes de fonds de pension soumis à la surveillance de la CSSF: celui de l'association d'épargne-pension (« ASSEP ») et celui de la société d'épargne-pension à capital variable (« SEPCAV »). Avant d'analyser les spécificités de chaque régime (sous-sections 3 et 4), nous proposons de décrire brièvement leur cadre juridique (sous-section 1), et de présenter leurs principaux traits communs (sous-section 2).

#### Sous-section 1

#### **Cadre juridique**

**26.** Les Fonds CSSF sont principalement régis par (i) la Loi IRP, (ii) la Loi du 13 juillet 2005, (iii) le règlement grand-ducal du 20 septembre 2005 fixant les critères de compétence, d'honorabilité et de solidité financière requis pour l'agrément des professionnels d'origine non communautaire en tant que gestionnaires d'actif des institutions de retraite professionnelle sous forme de SEPCAV et d'ASSEP et (iv) le règlement grand-ducal du 20 septembre 2005 fixant les critères de compétence, d'honorabilité et de solidité financière requis pour l'autorisation des gestionnaires de passif des institutions de retraite professionnelle sous forme de SEPCAV et d'ASSEP.

#### Sous-section 2

#### **Caractéristiques communes aux ASSEP et SEPCAV**

##### **§ 1. Règles de placement**

**27.** Les règles de placement applicables aux Fonds CSSF reposent sur une approche essentiellement qualitative, imposant simplement aux Fonds CSSF de placer leurs actifs conformément au principe de prudence, qui implique notamment (i) que les actifs soient placés au mieux des intérêts des affiliés et des bénéficiaires, (ii) que les actifs soient placés de façon à garantir la sécurité, la qualité, la liquidité et la rentabilité du portefeuille dans son ensemble, (iii) que les actifs représentatifs des provisions techniques soient placés selon des modalités adaptées à la nature et à la durée des prestations de retraite futures prévues, (iv) que les actifs soient principalement investis sur des marchés réglementés<sup>17</sup>, (v) qu'il y ait une diversification suffisante des actifs destinée

<sup>17</sup> Les placements en actifs qui ne sont pas négociables sur un marché réglementé sont toutefois autorisés, à condition de rester à un niveau prudent.

à éviter une dépendance excessive à l'égard d'un actif, d'un émetteur ou d'un groupe d'entreprises particulier ainsi que des concentrations de risque dans l'ensemble du portefeuille.

**28.** La Loi du 13 juillet 2005 ne prévoit pas de limite quantitative en matière de diversification, si ce n'est en ce qui concerne les placements en instruments émis par l'entreprise d'affiliation ou par des entreprises du groupe auquel elle appartient<sup>18</sup>. Elle autorise toutefois un règlement grand-ducal à fixer certaines limites quantitatives dans un cadre prédéfini<sup>19</sup>.

## § 2. Gestionnaire d'actif

**29.** Les Fonds CSSF sont en principe gérés par leur conseil d'administration. Les statuts peuvent toutefois autoriser le conseil à (ou même lui imposer de<sup>20</sup>) déléguer cette gestion à un ou plusieurs tiers, dont la nomination et la révocation seront soumises à l'approbation préalable de la CSSF<sup>21</sup>.

**30.** Bien que ces gestionnaires ne soient pas tenus d'être domiciliés dans la communauté européenne, les exigences varient selon l'origine du gestionnaire. Ainsi, les gestionnaires d'origine communautaire devront simplement être agréés<sup>22</sup> pour la gestion de portefeuille d'investissement conformément aux Directives 2009/65/CE<sup>23</sup>, 2004/39/CE<sup>24</sup>, 2000/12/CE, 2002/83/CE, 2011/61/UE et 2003/41/CE. Les gestionnaires d'origine non communautaire devront par contre non seulement (i) être soumis dans leur pays d'origine

<sup>18</sup> L'article 18 de la Directive 2003/41/CE précise à cet égard que les placements en instruments émis par l'entreprise d'affiliation ne peuvent dépasser 5 % de l'ensemble du portefeuille (lorsque l'entreprise d'affiliation appartient à un groupe, les placements en instruments émis par les entreprises du groupe ne peuvent par ailleurs pas dépasser 10 % du portefeuille).

<sup>19</sup> Voy. à cet égard les articles 80 et 81 de la Loi du 13 juillet 2005.

<sup>20</sup> Notons ici que lorsque la délégation est rendue obligatoire par les statuts, le conseil perd le droit de gérer lui-même l'actif, mais voit en contrepartie sa responsabilité atténuée.

<sup>21</sup> La CSSF apprécie l'aptitude du gestionnaire à gérer sa tâche en fonction de sa taille, de sa capacité financière, de son organisation et, plus généralement, de la compatibilité de son activité avec l'objet social du Fonds CSSF.

<sup>22</sup> Notons qu'en ce qui concerne les gestionnaires luxembourgeois, cet agrément est donné par la CSSF.

<sup>23</sup> La Loi du 13 juillet 2005 fait référence à la Directive 85/611/CEE, abrogée par la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).

<sup>24</sup> La Loi du 13 juillet 2005 fait référence à la Directive 93/22/CEE, abrogée par la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les Directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la Directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil.

à une surveillance permanente exercée par une autorité de contrôle prévue par la loi dans le but d'assurer la protection des investisseurs, mais encore (ii) être agréés spécifiquement par la CSSF sur base de critères de compétence, d'honorabilité et de solidité financière, dont les modalités sont fixées dans un règlement grand-ducal du 20 septembre 2005<sup>25</sup>.

**31.** À l'instar des sociétés de gestion d'organismes de placement collectif, le gestionnaire d'actif sera tenu d'exécuter ses obligations dans l'intérêt exclusif des actionnaires (pour la SEPCAV) ou des affiliés et des bénéficiaires (pour l'ASSEP) avec la diligence d'un mandataire salarié.

### § 3. Dépositaire

**32.** La conservation des actifs des Fonds CSSF doit être confiée à un dépositaire<sup>26</sup> (établi au Luxembourg ou dans un autre État membre) agréé pour la conservation des actifs conformément à la Directive 2004/39/CE ou à la Directive 2000/12/CE, ou agréé en tant que dépositaire aux fins de la Directive 2009/65/CE.

**33.** La Loi du 13 juillet 2005 prévoit à cet égard la possibilité de désigner un dépositaire par compartiment, à condition que les avoirs (et dettes) de chaque compartiment soient ségrégués des avoirs (et dettes) des autres compartiments.

**34.** La nomination et la révocation du dépositaire sont soumises à l'accord préalable de la CSSF, qui apprécie l'aptitude du dépositaire à assumer sa tâche en fonction de sa taille, de sa capacité financière, de son organisation et, plus généralement, de la compatibilité de son activité avec l'objet social du fonds de pension.

Sous-section 3

### ***Spécificités de l'ASSEP***

#### § 1. Nature de l'ASSEP et du droit des associés

**35.** L'ASSEP est une structure associative qui s'engage à payer des rentes ou capitaux à des bénéficiaires dont le cercle est défini dans ses statuts.

<sup>25</sup> Règlement grand-ducal du 20 septembre 2005 fixant les critères de compétence, d'honorabilité et de solidité financière requis pour l'agrément des professionnels extérieurs à l'Union européenne en tant que gestionnaires d'actifs des institutions de retraite professionnelle sous forme de SEPCAV et d'ASSEP.

<sup>26</sup> Notons ici que le législateur luxembourgeois a pris le parti d'imposer à tous fonds de pension établis sur son territoire de confier la garde de leurs actifs à un dépositaire, alors que la Directive 2003/41/CE n'imposait pas aux États membres de rendre obligatoire la désignation d'un dépositaire.

**36.** N'étant pas actionnaires mais créanciers du fonds de pension, les affiliés de l'ASSEP ne disposent d'aucun droit de vote individuel à l'assemblée, ce qui permet à l'employeur de conserver un certain contrôle sur le véhicule<sup>27</sup>.

## § 2. Exigences capitalistiques

**37.** La Loi du 13 juillet 2005 impose à l'ASSEP de disposer de provisions techniques pour un montant minimal de 5 millions d'euros et laisse à l'ASSEP un délai de 10 ans à compter de son agrément pour atteindre ce minimum. Elle impose par ailleurs au conseil d'administration de soumettre la question de la dissolution de l'ASSEP à l'assemblée générale (soumise à des conditions particulières de quorum et de majorité) au cas où les provisions techniques tombent sous certains seuils (correspondant aux deux tiers – ou au quart – du minimum requis).

**38.** En sus des provisions techniques visées ci-dessus, les ASSEP garantissant elles-mêmes des prestations de retraite ou prestations accessoires sont tenues de disposer d'une couverture supplémentaire destinée à servir de coussin de sécurité pour leur permettre de faire face à leurs obligations<sup>28</sup>.

## § 3. Régime de retraite: contributions définies ou prestations définies

**39.** On distingue habituellement les systèmes de retraite à contributions définies (où le montant des contributions est fixe tandis que le montant de la prestation de retraite varie en fonction du résultat de la gestion du fonds) et les systèmes à prestations définies (où les prestations de retraite sont déterminées à l'avance, alors que le montant des contributions varie en fonction des résultats de la gestion du fonds).

**40.** Grâce à sa forme associative, l'ASSEP est en mesure de mettre en place les deux types de régimes, ce qui lui permet de faire supporter les risques de gestion soit par l'employeur (régime à prestations définies), soit par le salarié (régime à contributions définies) en fonction du régime choisi.

---

<sup>27</sup> L'article 26 de la Loi du 13 juillet 2005 prévoit à cet égard que les statuts d'une ASSEP doivent mentionner le nombre minimum des associés (qui composent l'assemblée). Ce nombre ne peut être inférieur à trois et doit au minimum compter un représentant des affiliés, un représentant des bénéficiaires et un représentant du ou des cotisants. Dans la mesure où il ne s'agit que d'une composition minimale, rien n'empêche l'employeur d'augmenter son influence sur le fonds en jouant sur la composition de l'assemblée et en y augmentant la représentation de l'entreprise d'affiliation.

<sup>28</sup> Article 77 de la Loi du 13 juillet 2005.

**41.** À condition que ses statuts l’y autorisent (et selon les modalités prévues dans le règlement de pension), l’ASSEP peut également agir comme mandataire ou intermédiaire en vue de la transformation d’une prestation de retraite sous forme d’un capital en une rente viagère ou en vue de la mise en place de prestations accessoires (à fournir par d’autres institutions financières ou des entreprises d’assurance-vie) en faveur des affiliés et bénéficiaires.

**42.** L’ASSEP peut par ailleurs fournir directement des prestations accessoires sous la forme de versements en cas de décès, d’invalidité ou de cessation d’activité, ou sous la forme d’aides ou de services en cas de maladie, d’indigence ou de décès, ce qui lui permet, par exemple, de verser directement des pensions de veuve ou d’orphelin, des pensions d’invalidité ou de verser des prestations de retraite sous forme de rentes viagères.

#### § 4. Gestionnaire de passif<sup>29</sup>

**43.** Les Fonds CSSF doivent établir à tout moment, pour l’éventail complet de leurs régimes de retraite, un montant adéquat de passif (provisions techniques) correspondant aux engagements financiers qui résultent de leur portefeuille de contrats de retraite existants et disposer d’actifs suffisants pour couvrir ces provisions techniques.

**44.** Cette exigence revêt une importance particulière dans les régimes à prestations définies, qui sont tenus d’adapter régulièrement leur actif en tenant compte de tous les éléments susceptibles d’entraîner la revalorisation des prestations tels que les contrats en cours, le rendement du capital, la mise à la pension, la durée de vie des bénéficiaires, l’évolution de leur salaire, etc.

**45.** À l’instar de la gestion de l’actif, la gestion du passif de l’ASSEP peut soit être exercée par le conseil d’administration, soit déléguée à un tiers, dont la nomination et la révocation sont soumises à l’approbation préalable de la CSSF. Les statuts de l’ASSEP peuvent à cet égard rendre la délégation facultative ou obligatoire (ce qui entraîne des conséquences au niveau de la responsabilité du conseil).

**46.** La gestion du passif ne peut être déléguée qu’à un ou plusieurs gestionnaires de passif agréés soit par (i) la CSSF sur base de critères de compétence, d’honorabilité et de solidité financière dont les modalités sont précisées dans un règlement grand-ducal, soit par (ii) le Commissariat en tant qu’entreprise d’assurances pour les opérations relevant des branches de l’assurance-vie telles

<sup>29</sup> La Loi du 13 juillet 2005 ne prévoit le recours au gestionnaire de passif que pour les ASSEP.

que définies à l'annexe II de la loi modifiée du 6 décembre 1991 sur le secteur des assurances. Cet agrément est accordé pour une durée limitée.

**47.** La Loi du 13 juillet 2005 fixe la mission minimale du gestionnaire de passif<sup>30</sup> et impose notamment à ce dernier d'informer la CSSF de tout fait ou décision dont il a pris connaissance dans l'exercice de sa mission lorsque ce fait ou cette décision est de nature à (i) constituer une violation grave des dispositions de la Loi du 13 juillet 2005 ou des dispositions réglementaires prises pour son exécution, (ii) porter atteinte à la continuité de l'exploitation du fonds de pension, ou (iii) entraîner le refus de la certification de l'adéquation des provisions techniques constituées par l'ASSEP. À l'instar du réviseur, le gestionnaire de passif joue donc un rôle primordial en matière de surveillance.

#### § 5. Garantie de l'employeur

**48.** Les ASSEP fonctionnant sous un régime à prestations définies peuvent soit garantir elles-mêmes les prestations de retraite ou prestations accessoires qu'elles se sont engagées à fournir (à condition de disposer d'une couverture suffisante pour servir de coussin de sécurité<sup>31</sup>) soit les faire garantir par un tiers.

Sous-section 4

#### ***Spécificités de la SEPCAV***

##### § 1. Nature de la SEPCAV et du droit des bénéficiaires

**49.** La SEPCAV est une structure sociétaire organisée sous la forme d'une société coopérative organisée comme une société anonyme<sup>32</sup>, dont les bénéficiaires sont actionnaires du fonds de pension. Elle se caractérise essentiellement par la variabilité de son capital et par la délimitation de ses actionnaires à un cercle limité de personnes (habituellement les salariés appelés à bénéficier des résultats de la gestion du fonds de pension).

**50.** Les cotisations versées par le cotisant (habituellement l'employeur) font augmenter au fur et à mesure le capital social de la SEPCAV et engendrent

<sup>30</sup> Article 49 de la Loi du 13 juillet 2005.

<sup>31</sup> Article 77 de la Loi du 13 juillet 2005.

<sup>32</sup> La société coopérative organisée comme une société anonyme est avant tout une société coopérative (les deux grandes caractéristiques de la coopérative, à savoir la variabilité du capital et l'incessibilité des parts à des tiers, sont maintenues) qui adopte largement le régime applicable à la société anonyme en termes d'organisation et de mode de fonctionnement.

l'émission d'actions au profit des bénéficiaires (qui sont habituellement les salariés). Ces actions sont émises sous forme nominative et ne sont ni transférables ni saisissables. Par dérogation aux règles communes du droit des sociétés, elles ne donnent pas droit à des distributions, mais seulement au produit de leur rachat au moment de la retraite (ou du décès) du salarié<sup>33</sup>.

**51.** Jusqu'à leur retraite, les salariés bénéficient de toutes les prérogatives des actionnaires et notamment du droit de modifier les statuts, de voter aux assemblées générales et de nommer les membres du conseil d'administration. Il peut donc être difficile pour l'employeur ou le promoteur de la SEPCAV – qui sont en principe écartés de l'actionnariat de la SEPCAV dans la mesure où ils n'ont pas vocation à bénéficier des prestations de retraite – de garder un contrôle effectif sur le fonds de pension. La rigueur de ce principe est toutefois atténuée par le fait que les statuts peuvent (i) prévoir la présence obligatoire au conseil d'administration de la SEPCAV d'un ou plusieurs membres désignés par le promoteur et (ii) imposer le consentement préalable du promoteur pour toute modification du régime de retraite ou de la note technique<sup>34</sup>.

**52.** Lors de la mise à la retraite ou du décès de l'affilié, la SEPCAV rachète les actions de l'affilié à leur valeur nette d'inventaire. Le produit de rachat des actions peut alors prendre la forme d'un capital (rachat total) ou d'une rente temporaire (rachat échelonné).

## § 2. Capital social

**53.** Le capital de la SEPCAV est à tout moment égal à la somme de son actif net et varie automatiquement chaque fois que la SEPCAV reçoit des contributions ou verse des pensions à ses membres ou que la valeur de son portefeuille d'investissement varie du fait de la hausse ou de la baisse des marchés financiers. Il doit atteindre un million d'euros (au minimum) dans les deux ans de l'agrément de la SEPCAV<sup>35</sup>. À l'instar de ce qu'elle prévoit pour l'ASSEP, la Loi du 13 juillet 2005 impose au conseil d'administration de soumettre la question de la dissolution de la SEPCAV à l'assemblée générale (soumise à des conditions particulières de quorum et de majorité) au cas où le capital de la

<sup>33</sup> L'article 8 de la Loi du 13 juillet 2005 prévoit à cet égard que la SEPCAV doit racheter les actions à leur valeur nette d'inventaire (déterminée conformément à l'article 10 de la loi) lors de la mise à la retraite ou lors du décès de l'affilié dont la SEPCAV a pris connaissance par certificat de décès ou autrement.

<sup>34</sup> Il s'agit d'un des documents à émettre par les fonds de pension en vertu des articles 68 et suivants de la Loi du 13 juillet 2005.

<sup>35</sup> Article 9 de la Loi du 13 juillet 2005.

SEPCAV tomberait sous certains seuils (correspondant aux deux tiers – ou au quart – du minimum requis)<sup>36</sup>.

### § 3. Régime de retraite: contributions définies

**54.** Le mécanisme de sortie du fonds (rachat des actions à leur valeur nette d'inventaire) implique qu'il soit basé sur un régime à contributions définies où les prestations de retraite varient en fonction des résultats de la gestion du fonds. La Loi du 13 juillet 2005 interdit à cet égard à la SEPCAV de gérer des régimes de retraite pour lesquels le fonds de pension souscrit l'engagement de couvrir les risques biométriques ou garantit un rendement donné des placements ou un niveau donné de prestations. Elle permet toutefois à la SEPCAV de garantir un rendement donné à des prestations ou un niveau donné de prestations, à condition que les risques financiers de la garantie ne soient pas supportés par la SEPCAV, mais par l'entreprise d'affiliation, une entreprise d'assurance-vie ou une banque<sup>37</sup>.

**55.** Contrairement à l'ASSEP, la SEPCAV n'est pas autorisée à fournir directement des prestations accessoires. Elle peut toutefois (à condition que ses statuts l'y autorisent et selon les modalités prévues dans le règlement de pension) agir comme mandataire ou intermédiaire en vue de la transformation du produit du rachat de ses actions en une rente viagère ou en vue de la mise en place de prestations accessoires (à fournir par d'autres institutions financières ou des entreprises d'assurance-vie) en faveur des affiliés et bénéficiaires.

### § 4. Garantie de l'employeur

**56.** Si la Loi du 13 juillet 2005 ne contient aucune exigence en matière de garantie des prestations par l'employeur, elle permet toutefois à l'employeur de garantir un rendement donné à des prestations ou un niveau donné de prestations.

## Section 2

### Fonds CAA

#### Sous-section 1

#### *Cadre juridique*

**57.** Les Fonds CAA sont principalement régis par (i) la Loi IRP, (ii) la loi modifiée du 6 décembre 1991 sur le secteur des assurances (la «Loi du

<sup>36</sup> Article 14 de la Loi du 13 juillet 2005.

<sup>37</sup> Article 74 de la Loi du 13 juillet 2005.

6 décembre 1991 »), (iii) le règlement grand-ducal du 31 août 2000 portant exécution de l'article 26, alinéa 3, de la loi modifiée du 6 décembre 1991 sur le secteur des assurances et relatif aux fonds soumis au contrôle prudentiel du Commissariat (le « Règlement du 31 août 2000 »), (iv) le règlement grand-ducal du 14 décembre 1994 pris en exécution de la Loi du 6 décembre 1991 et précisant les modalités d'agrément et d'exercice des entreprises d'assurances directes, tel qu'il a été modifié (le « Règlement du 14 décembre 1994 »), et (v) diverses lettres circulaires émises par le Commissariat.

#### Sous-section 2

##### **Forme**

**58.** Les Fonds CAA peuvent prendre la forme d'une association d'assurances mutuelles<sup>38</sup>; d'une société coopérative; d'une société coopérative organisée comme une société anonyme; ou (ce qui sera le plus souvent le cas<sup>39</sup>) d'une association sans but lucratif.

**59.** Notons ici que les établissements de droit public ayant pour objet de réaliser les opérations visées par l'article 1 du Règlement du 31 août 2000 dans des conditions équivalentes à celles des organismes de droit privé peuvent également obtenir un agrément.

#### Sous-section 3

##### **Absence d'exigence capitalistique en raison de la garantie de l'employeur**

**60.** Le Règlement du 31 août 2000 ne fixe pas de montant minimum pour les provisions techniques et prévoit simplement que les provisions techniques doivent être suffisantes pour que les retraites et les prestations en cours continuent d'être versées à leurs bénéficiaires et pour refléter les engagements qui découlent des droits à la retraite accumulés par les affiliés.

**61.** Cette absence d'exigence capitalistique s'explique par la solidarité de l'employeur, qui constitue l'une des particularités des Fonds CAA. Les entreprises et organismes participant aux Fonds CAA sont en effet tenus de s'enga-

<sup>38</sup> Cette forme d'association fut introduite en droit luxembourgeois par la loi du 16 mai 1891 sur le contrat d'assurance (depuis lors abrogée par une loi du 27 juillet 1997). À défaut d'adoption d'une nouvelle définition de l'association d'assurance mutuelle et en l'absence d'un droit commun des associations, cette association se trouve depuis lors dépourvue de cadre juridique (même si le Règlement de 2000 contient quelques indications sur les mentions à insérer dans les statuts des Fonds CAA). Il semble donc préférable de privilégier les autres formes disponibles.

<sup>39</sup> Trois des quatre Fonds CAA existant actuellement sont constitués sous la forme d'une association sans but lucratif, le quatrième ayant la forme d'un établissement d'utilité publique.

ger à garantir à tout moment la solvabilité et la liquidité du fonds de pension ainsi que la couverture des provisions techniques en effectuant au premier appel les contributions nécessaires<sup>40</sup>.

Sous-section 4

#### ***Nature du droit des affiliés***

**62.** À l’instar des affiliés de l’ASSEP, les bénéficiaires des Fonds CAA sont créanciers à l’égard du fonds de pension.

Sous-section 5

#### ***Régime de retraite***

**63.** Contrairement aux Fonds CSSF, les Fonds CAA sont agréés par branche d’activité :

- (i) la branche 1 couvre les prestations comportant un risque viager ou un risque d’investissement supporté par le fonds de pension (régime à prestations définies) ;
- (ii) la branche 2 couvre les prestations de régime sans risque viager et où les risques d’investissement sont supportés par l’affilié (régime à contributions définies) ; et
- (iii) la branche 3 couvre les prestations complémentaires en cas de décès ou d’invalidité des affiliés en activité.

À l’instar des ASSEP, les Fonds CAA peuvent donc être basés sur un système à prestations définies, à contributions définies et/ou fournir des prestations accessoires, en fonction de leur branche d’activité.

Sous-section 6

#### ***Règles de placement***

**64.** Contrairement à la Loi du 13 juillet 2005 (qui est basée sur une approche essentiellement qualitative des règles de placement applicables aux Fonds CSSF), le Règlement du 31 août 2000 contient une série de restrictions quantitatives visant les actifs dans lesquels les Fonds CAA peuvent investir leurs provisions techniques et imposant des règles de diversification et de disper-

---

<sup>40</sup> Cet engagement n’est toutefois pas nécessaire pour les fonds de pension n’exerçant des activités qu’au titre de la branche 2 dont les membres des organes d’administration et de direction justifient d’une assurance adéquate de leur responsabilité civile en tant que membres de ces organes.

sion chiffrées<sup>41</sup>. Le Règlement du 31 août 2000 autorise toutefois les Fonds CAA à déroger aux quotités fixées par le règlement pour les actifs détenus en représentation des engagements relevant de la branche 2 dans le cadre d'une politique d'investissement admise par le Commissariat.

#### Sous-section 7

##### **Dirigeant**

**65.** Contrairement aux Fonds CSSF, les Fonds CAA ne connaissent pas la notion de gestionnaire d'actif et de passif, à laquelle le Commissariat préfère la notion de « dirigeant ».

**66.** Le Règlement du 31 août 2000 précise à cet égard qu'un Fonds CAA ne peut obtenir l'agrément du Commissariat que s'il est dirigé de manière effective par une personne physique ou morale dont il s'est attaché par convention les services en tant que gestionnaire de fonds de pension. Cette personne doit être domiciliée<sup>42</sup> à Luxembourg et être agréée par le ministre du Trésor et du Budget<sup>43</sup> sur base de critères d'honorabilité et d'expérience fixés par le Règlement du 31 août 2000. Il doit par ailleurs disposer d'assises financières ou de garanties financières d'une valeur minimale de 125 000 euros et, dans le cas des personnes morales, disposer d'une organisation interne suffisante pour l'exercice correct de ses mandats.

#### Sous-section 8

##### **Dépositaire**

**67.** Les Fonds CAA sont tenus de confier la garde des actifs représentant les provisions techniques à un dépositaire<sup>44</sup>. L'article 13<sup>45</sup> du Règlement du 14 décembre 1994 précise à cet égard que :

- « 1. Les entreprises luxembourgeoises doivent déposer les valeurs mobilières représentatives des provisions techniques :
- auprès d'un établissement de crédit d'un État membre agréé conformément à la Directive 2000/12/CE et admis par le Commissariat, si les provisions techniques concernent des risques situés

<sup>41</sup> Article 9 du Règlement du 31 août 2000.

<sup>42</sup> Une personne physique peut également avoir son domicile élu à Luxembourg.

<sup>43</sup> Le Règlement du 31 août 2000 fait référence au membre du gouvernement ayant dans ses attributions la surveillance des assurances privées.

<sup>44</sup> Voy. à cet égard la note 26.

<sup>45</sup> L'article 13 du Règlement du 14 décembre 1994 a été rendu applicable aux fonds de pension soumis à la surveillance prudentielle du Commissariat par le Règlement du 31 août 2000.

- ou des engagements pris sur le territoire de la Communauté ou des engagements visés à l'article 12 du règlement,
- auprès d'un établissement de crédit agréé par la CSSF et admis par le Commissariat, si les provisions techniques concernent les autres risques et engagements.
2. Les entreprises de pays tiers doivent déposer les valeurs mobilières représentatives des provisions techniques auprès d'un établissement de crédit agréé par la CSSF et admis par le Commissariat»<sup>46</sup>.

## Titre 2

### ***Impact des réformes européennes découlant de la crise financière sur les fonds de pension***

**68.** Les fonds de pension sont présentés comme une alternative incontournable aux problèmes des systèmes de retraite par répartition depuis de nombreuses années. L'accroissement des dettes publiques des États membres de l'Union européenne suite à la crise des *subprimes* en 2007-2008 a largement amplifié la problématique. Dans un livre vert publié en juillet 2010<sup>47</sup>, la Commission européenne cite des données de l'OCDE<sup>48</sup> établissant que les fonds de pension privés ont perdu 20% de leur valeur en 2008. Les institutions européennes ont, dès lors, dans leur frénésie réglementaire en réponse à cette crise, tenté de réformer les fonds de pension par une révision de la Directive 2003/41/CE. Mais le contexte économique européen et la contraction du crédit bancaire en Europe ont freiné la volonté réformatrice de ces mêmes institutions qui ont dû se rendre à l'évidence: il est une nécessité pour l'économie réelle européenne de préserver la capacité d'investissement de certains véhicules investissant sur le long terme, typiquement les fonds de pension.

---

<sup>46</sup> Notons qu'il existe des règles particulières pour les actifs localisés sur un territoire hors EEE. Dans la mesure où ce placement doit, en principe, constituer l'exception et non la règle (voy. à cet égard l'article 36, alinéas 3 et 4, de la Loi du 6 décembre 1991, et la Lettre Circulaire 09/7), ces exigences particulières ne seront pas développées ici.

<sup>47</sup> Commission européenne, *Livre vert: Vers des systèmes de retraite adéquats, viables et sûrs en Europe*, 7 juillet 2010.

<sup>48</sup> Organisation de coopération et de développement économiques.

**69.** Il n'empêche que les fonds de pension (investisseurs sur le long terme) sont et seront soumis à des règles plus strictes en matière de gouvernance et de transparence, mais également quant à la qualité de leurs investissements, afin notamment de préserver l'épargne des employés.

**70.** Nous avons sélectionné certaines grandes réformes du secteur financier européen pour analyser leur impact sur les fonds de pension, en constatant qu'ils sont bien souvent épargnés par ces nouvelles législations ou, du moins, bénéficient d'un régime spécial.

## Chapitre 1

### *Les fonds de pension, investisseurs sur les marchés financiers en crise*

**71.** La crise financière a été un catalyseur de diverses réformes menées par les institutions européennes en matière de fonds de pension, non seulement la Directive 2003/41/CE est remise sur le métier pour être refondue (section 1), mais les fonds de pension sont au cœur des discussions sur l'investissement sur le long terme, car ils en sont des acteurs incontournables (section 1). C'est également parce qu'ils sont des acteurs incontournables des marchés financiers et qu'ils se doivent de gérer adéquatement les risques liés à leurs actifs sous-jacents, pour protéger l'épargne des salariés et éviter une contagion systémique, qu'ils doivent, à l'instar des fonds d'investissement, éviter de se reposer de manière excessive sur les notations de crédit des titres qu'ils détiennent en portefeuille (section 2).

#### Section 1

##### **Les modifications annoncées de la Directive 2003/41/CE**

**72.** La tentation est grande pour la Commission européenne d'aligner purement et simplement le régime de solvabilité applicable au secteur des assurances au secteur des fonds de pension, car ils ont, dans certains cas, des finalités proches et proposent des produits similaires, mais cette tentative a été mise à mal par de nombreuses critiques qui se sont élevées, car ces secteurs couvrent des réalités bien différentes.

## Sous-section 1

**La tentative d'application des règles de solvabilité aux fonds de pension et le projet de révision de la Directive 2003/41/CE**

## § 1. Vers IORP II

**73.** La Directive 2003/41/CE est la première avancée d'une intégration d'un marché européen des véhicules de retraite professionnelle. Dans son livre blanc<sup>49</sup>, la Commission européenne a annoncé une révision de la Directive 2003/41/CE pour (i) assurer l'égalité de traitement par rapport à la Directive 2009/138/CE (Solvabilité II)<sup>50</sup>, (ii) promouvoir les opérations transfrontalières dans ce domaine et (iii) contribuer à améliorer la situation générale en matière de retraites dans l'Union européenne. Elle prévoit également une proposition de directive sur la portabilité des pensions qui devrait établir les exigences minimales pour l'acquisition et la préservation des droits à pension complémentaire.

**74.** Aucun projet de texte légal n'a été publié, mais il apparaît à la lecture des documents de travail disponibles que le projet de réforme initial repose sur 3 piliers<sup>51</sup> :

- Le premier, qui est aussi le plus controversé, est né de la volonté de transposer les normes capitalistiques de Solvabilité II aux fonds de pension. Solvabilité II est une réforme réglementaire européenne de l'assurance dont l'objectif est de mieux adapter les fonds propres aux risques en définissant la marge de solvabilité en fonction des risques financiers et opérationnels. La Commission européenne avait initialement décidé de laisser les fonds de pension hors du champ de Solvabilité II<sup>52</sup>, essentiellement à cause de ces exigences capitalistiques.
- Le second vise à renforcer les bonnes pratiques de gouvernance des fonds de pension et, plus particulièrement, en matière de gestion des risques (à l'instar d'autres initiatives concernant d'autres véhicules d'investissement (OPCVM, FIA)). En effet, le constat est dressé, la directive actuelle comporte des lacunes. Par exemple, elle n'impose pas aux insti-

<sup>49</sup> *Ibidem*, note 1.

<sup>50</sup> Directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2009 sur l'accès aux activités de de l'assurance et de la réassurance et leur exercice telle que modifiée, qui devrait entrer en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2014.

<sup>51</sup> Demande d'avis de l'AEAPP pour la révision de la Directive 2003/41/CE et de son annexe (avril 2011) et avis de l'AEAPP (2012) : *EIOP's Advice to the European Commission on the review of the IORP Directive 2003/41/EC*, EIOP – BOS – 12/015, 15 février 2012.

<sup>52</sup> Directive 2009/138/CE.

tutions de retraite professionnelle un système efficace de gouvernance qui assure une bonne et prudente gestion du fonds de pension. En outre, elle n'impose pas d'exigences minimales pour les gestionnaires de ces fonds<sup>53</sup>, et ne précise pas les règles sur le système interne de gestion des risques<sup>54</sup>.

- Le troisième concerne la transparence au bénéfice des affiliés, d'une part, et des autorités de contrôle, d'autre part. Les systèmes de surveillance et de supervision des États membres sont très divers, ce qui augmente les coûts des fonds de pension qui opèrent de façon transfrontalière, entrave la coopération entre autorités de contrôle et limite l'information des bénéficiaires. Les compétences de chacune des autorités de l'État d'origine et de l'État d'accueil doivent aussi être clarifiées<sup>55</sup>.

Il est envisagé par la Commission européenne, afin d'améliorer la transparence et l'information, d'imposer aux fonds de pension un document d'information proche du document d'informations clés pour l'investisseur prévu par la Directive 2009/65/CE<sup>56</sup>. Étrangement, le projet de réglementation PRIPS a, quant à lui, exclu les fonds de pension de son champ d'application, au motif que le but de la réglementation est d'augmenter la comparabilité et la compréhensibilité des informations relatives à des produits d'investissement commercialisés aux particuliers<sup>57</sup>.

**75.** Même s'il est admis que la distribution transfrontalière n'est pas une priorité pour les employeurs<sup>58</sup>, il y a encore de nombreux obstacles à cette

<sup>53</sup> La Loi du 13 juillet 2005 est dès lors allée au-delà des exigences de la Directive 2003/41/CE en imposant aux ASSEP et SEPCAV des conditions quant à leur gestion (et à la délégation de celle-ci). En vertu de la Loi du 13 juillet 2005, les ASSEP ou la SEPCAV peuvent déléguer la gestion de leurs actifs à un ou plusieurs gestionnaires d'actif établis au Luxembourg ou dans un autre État membre et dûment agréés pour la gestion de portefeuille d'investissement, conformément aux directives 85/611/CEE, 2000/12/CE, 2002/83/CE et 2003/41/CE.

<sup>54</sup> Memo/13/454, Déclaration Michel Barnier, membre de la Commission européenne, chargé du marché intérieur et des services, «Fonds de pension professionnels (IRP): prochaines étapes», Bruxelles, 23 mai 2013.

<sup>55</sup> Memo/13/454, Déclaration Michel Barnier, membre de la Commission européenne, chargé du marché intérieur et des services, «Fonds de pension professionnels (IRP): prochaines étapes», Bruxelles, 23 mai 2013.

<sup>56</sup> *EIOPA's Advice to the European Commission on the review of the IORP Directive 2003/41/EC*, EIOPA-BOS-12/015, 15 février 2012.

<sup>57</sup> Considérant (7) et article 2 (e) de la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement publiée le 3 juillet 2012. Même si cette proposition a fait l'objet de nombreuses modifications par le Conseil et le Parlement européen, l'exemption des fonds de pension n'a pas été remise en cause depuis.

<sup>58</sup> *EIOPA's Advice to the European Commission on the review of the IORP Directive 2003/41/EC*, EIOPA-BOS-12/01, 15 février 2012.

distribution liés (i) à une mauvaise définition des activités transfrontalières, (ii) à l'interaction des activités des différents droits du travail et des différents droits sociaux, (iii) au manque de transparence sur les caractéristiques principales des fonds de pension dans les différents États membres ainsi qu' (iv) aux divergences liées à la fiscalité<sup>59</sup>. En améliorant les 3 piliers du projet IORP II, la Commission européenne pense améliorer l'intégration européenne des fonds de pension, améliorer leur sécurité et la convergence des règles prudentielles, et donc faciliter l'usage du passeport européen.

## § 2. La controverse, les règles de solvabilité

**76.** Le constat fait au niveau des institutions européennes<sup>60</sup> est que certains fonds de pension suite à la crise financière récente et, notamment, certains fonds à prestations garanties, ont des déficits importants. De plus l'entrée en vigueur des règles capitalistiques de Solvabilité II<sup>61</sup> concerne les assureurs qui gèrent des retraites professionnelles, et non les fonds de pension qui gèrent ces mêmes retraites, ce qui risquerait d'entraîner une distorsion de la concurrence.

**77.** La Commission européenne a donc remis son ouvrage sur le métier et a annoncé dans son livre blanc<sup>62</sup> que la question de l'application de Solvabilité II aux fonds de pension était reposée. Le projet de réforme implique que les fonds de pension avec un élément de garantie pourraient avoir un régime de capitalisation inspiré de Solvabilité II. Cette application de Solvabilité II aux fonds de pension a soulevé de vives critiques<sup>63</sup>. En effet, même si la Commission européenne affirme prendre en compte dans son projet les spécificités des fonds de pension (notamment leur diversité en terme de taille et surtout leur capacité à exploiter le potentiel de partage intergénérationnel du risque) et ne

---

<sup>59</sup> *European Commission, Internal Markets and Services DG, Financial Institutions, Insurance and Pensions, Public Hearing, Harmonisation of solvency rules applicable to IORPs covered by article 17 of the IORP Directive and IORPs operating cross borders, Summary of Panel Discussions, 27 mai 2009.*

<sup>60</sup> Memo/13/454, Déclaration Michel Barnier, membre de la Commission européenne, chargé du marché intérieur et des services, «Fonds de pension professionnels (IRP): prochaines étapes», Bruxelles, 23 mai 2013.

<sup>61</sup> La Directive 2012/23/UE du Parlement européen et du Conseil du 12 Septembre 2012 a repoussé l'entrée en vigueur de Solvabilité II du 31 octobre 2013 au 31 juillet 2013.

<sup>62</sup> *Ibidem*, note 1.

<sup>63</sup> Voy. notamment les critiques soulevées par l'Association belge des institutions de pension sur son site «Révision de la directive IORP & Quantitative Impact Study» (QIS).

pas transposer tel quel le cadre réglementaire de Solvabilité II<sup>64</sup>, les conséquences attendues de cette transposition des exigences capitalistiques sont significatives.

**78.** Ces dernières années, le panorama des fonds de pension a évolué et on voit une nette réorientation des fonds à prestations définies en fonds à cotisation définie, avec comme corollaire un transfert clair du risque, des entreprises *sponsors* vers les employés, bénéficiaires des fonds. En plus des risques de marché liés à l'investissement des fonds de pension sur les marchés financiers, les fonds de pension en tant qu'investisseurs sur le long terme sont exposés de manière significative au risque d'inflation et, de par leur objet, au risque biométrique. Ces risques seront soit supportés par les entreprises *sponsors* (régime à prestations définies) soit supportés par les employés bénéficiaires (régime à cotisation définie). Ainsi, soit l'entreprise *sponsor* souscrit l'engagement de couvrir les risques biométriques et garantit un rendement donné de placement ou garantit un niveau donné de prestations, soit le fonds de pension le fait lui-même, moyennant le respect des règles de l'article 17 de la Directive 2003/41/CE, qui, comme nous l'avons vu, impose des actifs supplémentaires (dont le niveau doit refléter le type de risques et les actifs détenus par le fonds de pension) comme coussin de sécurité, en plus des provisions techniques.

**79.** Une des critiques de cette réforme porte sur les conséquences que les besoins accrus en termes de capitalisation auraient, à savoir une désaffectation des entreprises *sponsors* déjà sujettes à de fortes pressions dans une conjoncture européenne de stagnation et de récession pour de nombreux pays. Ces entreprises *sponsors* prennent déjà de plein fouet les conséquences de la contraction du crédit en Europe, qui résulte de l'incapacité des banques à fournir du financement alors qu'elles doivent elles-mêmes remplir les critères de CRD IV<sup>65</sup>. Il s'avère également que l'évaluation des engagements des fonds de pension serait plus élevée, car le taux d'actualisation utilisé est le taux sans risque. Mais, surtout, il faudrait une prise en compte d'une marge de risques permettant de faire face aux engagements en cas de perte imprévue. Ces deux

<sup>64</sup> Speech/12/141, Michel Barnier, membre de la Commission européenne, chargé du marché intérieur et des services «Vers un vrai marché unique des retraites professionnelles pour plus de choix et des retraités mieux protégés», Bruxelles, 1<sup>er</sup> mars 2012.

<sup>65</sup> Directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, modifiant la directive 2002/87/CE et abrogeant les Directives 2006/48/CE et 2006/49/CE (Directive CRD IV); Règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le Règlement (UE) n° 648/2012 (Règlement CRD IV).

derniers facteurs entraîneraient une hausse substantielle des provisions techniques et, surtout, une réallocation des actifs des fonds de pension en actifs plus liquides, ce qui à terme affecterait non seulement leurs rendements, mais également les marchés financiers européens.

**80.** Enfin, les fonds de pension opèrent sans but lucratif et ne sont pas des entreprises commerciales comme le sont les compagnies d'assurance qui ont pour vocation de vendre leurs produits aux particuliers. Les fonds de pension ont ce caractère hybride qui fait d'eux un véhicule d'investissement à vocation sociale. Ils font partie intégrante d'un paquet de rémunérations offert sur le marché du travail, sur une base volontaire de la part des employeurs. Ils ont typiquement des horizons d'investissements très longs et ont un flux de trésorerie prévisible<sup>66</sup>. Il n'y a dès lors pas nécessairement de distorsion de concurrence avec les compagnies d'assurance.

Sous-section 2

### ***L'investissement sur le long terme, une priorité européenne***

**81.** Il est indispensable que les règles prudentielles prennent en compte le rôle important des fonds de pension en faveur de l'investissement à long terme et comme stabilisateur du système financier<sup>67</sup>.

**82.** À la demande de la Commission européenne en date du 9 octobre 2012, en vue du projet IORP II, l'AEAPP a lancé le 15 juin 2012 une consultation sur l'étude d'impact quantitatif (QIS) à mener au titre de la révision de la Directive 2003/41/CE sur le volet solvabilité.

**83.** L'AEAPP a précisé que l'étude d'impact avait vocation à quantifier l'approche holistique du bilan des fonds de pension et le besoin de capital de solvabilité requis (SCR). L'objectif de ces spécifications techniques était de fournir des orientations aux régimes de retraite pour effectuer les calculs nécessaires de SCR. Ils se concentrent notamment sur l'évaluation des actifs et des passifs dans le bilan global, l'impact des mécanismes d'atténuation des risques (*risk-mitigating effect*) sur le niveau du SCR, l'impact des mécanismes de sécurité tels que la participation aux bénéfices conditionnelle et discrétion-

---

<sup>66</sup> *European Commission, Internal Markets and Services DG, Financial Institutions, Insurance and Pensions, Public Hearing, Harmonisation of solvency rules applicable to IORPs covered by article 17 of the IORP Directive and IORPs operating cross borders, Summary of Panel Discussions, 27 mai 2009.*

<sup>67</sup> *Speech/12/141 Michel Barnier, membre de la Commission européenne, chargé du marché intérieur et des services « Vers un vrai marché unique des retraites professionnelles pour plus de choix et des retraités mieux protégés », Bruxelles, 1<sup>er</sup> mars 2012.*

naire, la réduction de prestations « en dernier ressort », le soutien du *sponsor* (la ou les entreprises) des régimes de retraite.

**84.** Suite aux résultats préliminaires de ce QIS<sup>68</sup>, Michel Barnier a annoncé le 23 mai 2013<sup>69</sup> que le pilier relatif à la solvabilité des fonds de pension ne pouvait être réformé dans l’immédiat et conclu qu’un approfondissement de l’impact d’une telle réforme devait avoir lieu avant. Cependant, Michel Barnier est déterminé à garantir une concurrence équitable entre les fonds de pension et les compagnies d’assurances qui seront soumises à Solvabilité II, y compris pour celles qui gèrent des retraites professionnelles.

**85.** Cet abandon, annoncé comme temporaire, du premier pilier de la réforme n’empêchera pas la Commission européenne de prendre les mesures nécessaires afin d’améliorer les deuxième et troisième piliers et d’introduire des obligations de *reporting*. Une proposition législative de refonte de la Directive 2003/41/CE se focalisant sur ces deux piliers est annoncée pour l’automne 2013.

**86.** Michel Barnier, dans sa déclaration, ajoute « Et je ne veux surtout pas, dans le contexte économique actuel fragile, empêcher les fonds de pension de jouer leur rôle d’investisseurs de long terme ».

**87.** Cette dernière déclaration s’inscrit dans la lignée d’une réflexion de la Commission européenne<sup>70</sup> sur l’investissement à long terme dans l’économie européenne en pleine crise. La Commission européenne souligne l’importance des fonds de pension dans le financement de l’économie réelle, favorisant l’activité économique et donc la croissance et l’emploi dans un fort contexte de contraction du crédit bancaire. Les fonds de pension et les sociétés d’assurance ont en effet des engagements sur une durée beaucoup plus longue que beaucoup d’autres investisseurs sur les marchés financiers, et sont moins

<sup>68</sup> QIS on IORPs, *Preliminary Results for the European Commission, EIOPA – BOS – 13/021*, 9 avril 2013. En date du 4 juillet 2013, l’AEAPP a rendu son rapport définitif: *Report on QIS on IORPs, EIOPA – BOS – 13/124*, dans lequel il est établi qu’à partir d’une approche fondée sur le bilan, dite approche holistique, une forte dispersion des impacts est relevée, avec des excédents dans certains États membres et des déficits importants dans d’autres États.

<sup>69</sup> Memo/13/454, Déclaration Michel Barnier, membre de la Commission européenne, chargé du marché intérieur et des services, « Fonds de pension professionnels (IRP): prochaines étapes », Bruxelles, 23 mai 2013.

<sup>70</sup> Voy. à cet égard *European Commission: European Financial Stability and Integration Report 2012, April 2013, Brussels, 24.04.2013, SWD(2013) 156 final, COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, European Financial Stability and Integration Report 2012*; Commission européenne, *Livre vert: Le financement à long terme de l’économie européenne*, Bruxelles, 25 mars 2013.

dépendants de la transformation de maturité des actifs, ce qui leur permet de jouer un rôle stable de financement.

**88.** Dans cette même optique, la Commission européenne a d'ailleurs publié le 26 juin 2013 une proposition de règlement visant à créer un nouveau label pour les fonds d'investissement de type long terme : « ELTIF » (*European Long-Term Investment Funds*). Ce véhicule a pour vocation de permettre aux particuliers d'accéder à des investissements moins liquides. Il pourra également servir de véhicule de regroupement d'actifs aux fonds de pension leur donnant accès à des investissements ayant une maturité plus longue, comme les projets d'infrastructure, et leur permettant de réaliser des économies d'échelle<sup>71</sup>.

## Section 2

### **Interdiction d'un recours automatique ou exclusif aux notations de crédit**

**89.** En marge des initiatives plus globales de refonte de la Directive 2003/41/CE, les fonds de pension, acteurs incontournables sur les marchés financiers, ont été affectés par d'autres initiatives prises pour assainir les décisions financières et limiter le risque systémique. Conséquence directe de la crise dite des *subprimes* aux États-Unis, la Commission européenne a pris la décision que les fonds de pension, comme les autres véhicules d'investissement européens, OPCVM et fonds d'investissement alternatifs (« FIA ») au sens de la Directive AIFM<sup>72</sup>, ne pourront plus se fier de manière excessive aux notations de crédit émises par les agences de notation<sup>73</sup>.

**90.** Les mesures de la Directive 2013/14/UE viennent compléter les dispositions du règlement CE n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit<sup>74</sup>.

---

<sup>71</sup> *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Long-term Investment Funds*, Brussels, XXX COM(2013) 462 /2 2013/0214 (COD).

<sup>72</sup> Directive 2011/61/UE.

<sup>73</sup> Directive 2013/14/UE du Parlement et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant la Directive 2003/41/CE concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle, la Directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) et la Directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs en ce qui concerne la dépendance excessive à l'égard des notations de crédit.

<sup>74</sup> Règlement CE n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation.

**91.** Même si, à l’instar des Directives 2009/65/CE et 2011/61/UE, la Directive 2003/41/CE impose aux fonds de pension de mettre en œuvre des règles en matière de gestion des risques (ces règles ont d’ailleurs vocation à être renforcées et détaillées par la réforme à venir), la Commission européenne estime que ces véhicules ont tendance de manière trop systématique à prendre leurs décisions d’investissement en se basant uniquement sur les notations de crédit et regrette que souvent cela se fasse sans évaluation propre de la qualité de crédit des émetteurs des titres de créances. Afin d’améliorer la qualité des investissements et, de ce fait, protéger les investisseurs des fonds de pension (et des autres véhicules), la Commission européenne considère qu’elle se doit d’imposer et d’exiger que les fonds de pension n’aient pas recours exclusivement ou mécaniquement à des notations de crédit ou ne les utilisent pas comme seul critère des risques inhérents à leurs investissements.

**92.** La Directive 2013/14/UE insère un nouveau paragraphe *1bis* à l’article 18 de la Directive 2003/41/CE<sup>75</sup> dont la teneur est la suivante :

«Les États membres doivent veiller à ce que les autorités compétentes, en tenant compte de la nature, de l’ampleur et de la complexité des activités des [institutions de retraite professionnelle] sous leur supervision surveillent l’adéquation des processus d’évaluation, évaluent l’utilisation des références à des notations de crédit au sens de l’article 3 du règlement CE n° 1060/2009 précité, dans leurs politiques d’investissement et, le cas échéant, encouragent l’atténuation des effets de telles références, en vue de réduire le recours exclusif et mécanique à de telles notations de crédit.»

**93.** Ce constat est dans la lignée de celui fait par l’AEMF dans ses lignes directrices relatives aux fonds monétaires<sup>76</sup>. Cependant, le texte de la Directive 2013/14/UE va plus loin que l’AEMF en imposant une évaluation des références à des notations de crédit dans les politiques d’investissement et en tentant d’en atténuer les effets.

**94.** La Directive 2013/14/UE devra être transposée par les États membres au plus tard le 21 décembre 2014<sup>77</sup>.

<sup>75</sup> Article 1 de la Directive 2013/14/UE.

<sup>76</sup> *CESR’s Guidelines on a common definition of European money market funds*, CESR/10-049, 19 mai 2010.

<sup>77</sup> Article 4 de la Directive 2013/14/UE.

## Chapitre 2

*Les fonds de pension, un véhicule d'investissement spécifique, bénéficiant d'un traitement particulier*

## Section 1

**Les fonds de pension et la Directive AIFM (Directive 2011/61/UE)**

**95.** Nouvelle conséquence de la crise financière, la Directive 2011/61/UE est venue révolutionner le monde de la gestion d'actifs. Son champ d'application est extrêmement large, et elle vise à imposer son cadre à tous les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs réglementés ou non réglementés, quelle que soit leur stratégie d'investissement, pour peu que ces véhicules ne soient pas des OPCVM réglementés par la directive 2009/65/CE.

**96.** En plus de mettre en place un système de contrôle du risque systémique, elle vise à fournir un cadre réglementaire et de surveillance harmonisé pour les gestionnaires de FIA dans l'Union européenne. Elle définit les règles en matière d'organisation et de conduite des activités pour la gestion de FIA, elle impose de nouvelles exigences par rapport aux FIA et elle permet la commercialisation transfrontalière de ces FIA aux investisseurs professionnels par le biais d'un passeport européen. La Directive 2011/61/UE est entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> juillet 2011 et devait être mise en application dans tous les États membres de l'Union européenne à partir du 22 juillet 2013.

## Sous-section 1

***L'exemption des fonds de pension et de leur gestionnaire***

**97.** L'article 2, paragraphe 3b), de la Directive 2011/61/UE, exclut spécifiquement les fonds de pension du champ d'application de la Directive en précisant que celle-ci ne s'applique pas aux « institutions de retraite professionnelle qui relèvent de la Directive 2003/41/CE, y compris, le cas échéant, les entités autorisées qui sont chargées de la gestion de ces institutions et qui agissent en leur nom, visées à l'article 2, paragraphe 1, de ladite directive, ou les gestionnaires de placement désignés conformément à l'article 19, paragraphe 1, de ladite directive, dans la mesure où ils ne gèrent pas de FIA ».

**98.** Dans son « Q&A » de mars 2013, dans la section « ID 1148. Scope and Exemption », la Commission européenne précise que la raison de l'exemption des fonds de pension et de leurs gestionnaires résulte du fait que les fonds de pension sont soumis à un régime spécifique. Cette exemption doit être interprétée restrictivement<sup>78</sup>.

<sup>78</sup> Commission européenne, questions réponses sur AIFM : <http://ec.europa.eu/yqol/index.cfm?fuseaction=legislation.show&lid=9>

**99.** Ainsi, elle considère notamment qu'un gestionnaire de fonds de pension ne peut bénéficier de cette exemption que s'il gère exclusivement un ou plusieurs fonds de pension.

**100.** La Commission européenne considère également qu'un FIA dans lequel n'investiraient que des fonds de pension et qui serait donc utilisé comme un véhicule de regroupement d'actifs ne peut bénéficier de l'exemption. On peut, à cet égard, regretter que cette exemption ne soit pas étendue aux véhicules de regroupement d'actifs qui représentent un outil d'optimisation important pour les fonds de pension<sup>79</sup>.

Sous-section 2

***La gestion de fonds de pension, une activité permise pour les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs***

**101.** Conformément au paragraphe 2 de l'article 6 de la Directive 2011/61/UE, un gestionnaire externe de FIA ne peut en principe avoir d'autres activités que celles qui sont visées à l'annexe I de la directive et des activités supplémentaires de gestion d'OPCVM soumises à agrément au titre de la Directive 2009/65/CE. Cependant, le quatrième paragraphe prévoit que, par dérogation, les États membres peuvent également autoriser un gestionnaire externe à fournir notamment comme services additionnels des services de « a) gestion de portefeuilles, y compris ceux qui sont détenus par des fonds de retraite et des institutions de retraite professionnelle, conformément à l'article 19, paragraphe 1, de la Directive 2003/41/CE, dans le cadre des mandats donnés par les investisseurs sur une base discrétionnaire et individualisée<sup>80</sup> ».

**102.** L'article 19 de la Directive 2003/41/CE a été modifié afin d'obliger les États membres à accepter que des gestionnaires de FIA agréés basés dans d'autres États membres puissent gérer les portefeuilles de fonds de pension tout comme, par exemple, les sociétés de gestion d'OPCVM agréées au titre de la directive 2009/65/CE. Le Luxembourg, dans la loi de 2005, en a d'ailleurs fait une condition d'agrément pour tous les gestionnaires de Fonds CSSE, y

<sup>79</sup> Voy. *supra*, paragraphes 12 et 13.

<sup>80</sup> Considérant 21 de la Directive AIFM : « Un gestionnaire externe ne devrait pas être empêché de fournir également un service de gestion de portefeuilles d'investissement dans le cadre de mandats donnés par des investisseurs sur une base discrétionnaire et individualisée, y compris des portefeuilles détenus par des fonds de retraite et des institutions de retraite professionnelle, qui relèvent de la Directive 2003/41/CE du Parlement européen et du Conseil du 3 juin 2003 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle, ni de fournir les services auxiliaires de conseil en investissement, de garde et d'administration de parts d'organismes de placement collectif, et de réception et de transmission d'ordres ».

compris les gestionnaires luxembourgeois. Il en résulte que les gestionnaires de FIA seront ainsi inclus dans les articles 23 1) et 47 de la Loi du 13 juillet 2005<sup>81</sup>.

## Section 2

### L'impact d'EMIR sur les fonds de pension

#### Sous-section 1

#### **Les principes du règlement EMIR (règlement 648/2012)**

**103.** Le Règlement 648/2012 EMIR<sup>82</sup> relatif aux infrastructures de marché des produits dérivés de gré à gré (OTC) est la traduction européenne des engagements pris lors du sommet du G20 de septembre 2009 pour essayer de limiter le risque systémique lié à l'utilisation massive des marchés dérivés de gré à gré. Il est le miroir d'une partie des dispositions du DFA (Dodd-Frank Act) aux États-Unis.

**104.** Les objectifs principaux du Règlement 648/2012 sont, d'une part, une transparence accrue des marchés des dérivés de gré à gré via la création de référentiels centraux (*trade repositories*) et, d'autre part, la réduction du risque de contrepartie via l'obligation de compensation par le biais de contreparties centrales pour les dérivés « standardisables ».

**105.** Les dérivés de gré à gré et, plus particulièrement, les *credit default swaps* (CDS) ont été un des facteurs déclencheurs de la crise financière du fait, notamment, de l'absence de transparence sur les positions détenues par les acteurs financiers.

**106.** Ces dérivés ne sont en grande partie pas soumis à la réglementation MiFID<sup>83</sup> qui impose des obligations de transparence en termes de déclaration et d'affichage de prix.

**107.** Le constat de ces insuffisances structurelles en termes d'infrastructure de maîtrise du risque systémique a poussé les membres du G20 à prendre des engagements relatifs à (i) une obligation de compensation, (ii) une obligation de déclaration, et (iii) des besoins en fonds propres supplémentaires pour les contrats non compensés.

<sup>81</sup> Voy. *supra*, paragraphe 30.

<sup>82</sup> Règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux.

<sup>83</sup> Directive 2004/39/CE.

Le Règlement 648/2012 est ainsi axé sur le triptyque suivant :

**§ 1. Obligation de compensation des dérivés de gré à gré considérés comme éligibles par l'AEMF à travers une contrepartie centrale<sup>84</sup>**

**108.** Le Règlement 648/2012<sup>85</sup> pose le principe de l'obligation de compenser tout dérivé de gré à gré, considéré comme éligible, conformément aux dispositions de l'article 5(2) du Règlement 648/2012, par l'AEMF<sup>86</sup>, dans des chambres de compensation autorisées. Les dérivés de gré à gré sont définis par le règlement comme étant des dérivés dont l'exécution ne se réalise pas sur un marché réglementé au sens de la réglementation MiFID ou équivalent.

**109.** En principe, cette obligation s'applique aux contreparties financières<sup>87</sup> et aux contreparties non financières prenant des positions au-delà des seuils de compensation déterminés conformément au paragraphe 3 de l'article 10 du Règlement 648/2012.

**110.** L'utilisation élargie des chambres de compensation rendait nécessaire la mise en place d'un cadre juridique harmonisé aux fins d'assurer que les chambres de compensation respectent des exigences rigoureuses en termes de capital, d'organisation et de règles de conduite.

**111.** Les critères d'éligibilité définis par l'AEMF pour identifier les classes de produits dérivés éligibles à l'obligation de compensation s'appuient notamment sur le degré de standardisation des contrats dérivés, l'évaluation de la diminution du risque systémique pesant sur le système financier, la liquidité des contrats, et la disponibilité quotidienne des informations relatives aux prix des contrats.

**112.** Le Règlement 648/2012 sera applicable aux entreprises financières et non financières<sup>88</sup> (mais prévoit des exemptions pour les opérations de couverture de fonds de pension<sup>89</sup> ainsi que les opérations intragroupes).

<sup>84</sup> Le terme de contrepartie centrale est défini dans l'article 2(1) du Règlement 648/2012.

<sup>85</sup> Article 4 du Règlement 648/2012.

<sup>86</sup> L'Autorité européenne des marchés financiers.

<sup>87</sup> Les fonds de pension sont à considérer comme des contreparties financières, conformément à l'article 2 (8) du Règlement 648/2012.

<sup>88</sup> Telles que définies dans les articles 2 (8) et 2 (9) du Règlement 648/2012.

<sup>89</sup> Voy. *infra*, paragraphes 115 et s.

## § 2. Mise en place de procédures de gestion des risques pour les dérivés de gré à gré non compensés<sup>90</sup>

**113.** Les contreparties à un contrat non compensé devront mettre en place des dispositifs permettant de mesurer et de contrôler les risques opérationnels et de contrepartie. Ces dispositifs incluent notamment :

- la confirmation des termes du contrat dans des délais définis par les standards techniques, des procédures formalisées solides, résilientes et pouvant faire l'objet d'un audit permettant de rapprocher les portefeuilles, de gérer le risque associé, de déceler rapidement les éventuels différends entre parties et de les régler, et de surveiller la valeur des contrats en cours ;
- la valorisation quotidienne de la valeur des contrats en cours au prix de marché ou lorsque les conditions de marché empêchent la valorisation au prix de marché, en ayant recours à des modèles ;
- un échange de garantie (collatéral) effectué de manière rapide, exacte et avec une ségrégation appropriée.

Des normes techniques de réglementation qui précisent la portée de ces obligations ont été publiées<sup>91</sup>.

**114.** Ces règles concernent toutes les contreparties, y compris les contreparties non financières dont les positions n'excèdent pas le seuil de compensation.

## § 3. Obligation de déclaration

**115.** Le Règlement 648/2012 prévoit que les contreparties et les chambres de compensation s'assurent que les contrats conclus sont déclarés, de même que leur modification ou leur cessation, à une base de données centrale (*trade repository*) enregistrée ou reconnue par l'AEMF. La déclaration d'une transaction de dérivé de gré à gré ou de dérivé listé devra intervenir au plus tard le jour suivant son exécution, compensation ou modification. L'obligation de *reporting* pourra être déléguée par l'investisseur final à un membre compensateur, sa contrepartie centrale ou à un agent externe désigné.

<sup>90</sup> Article 11 du Règlement 648/2012.

<sup>91</sup> Règlement délégué (UE) n° 149/2013 de la Commission européenne du 19 décembre 2012 complétant le règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant les accords de compensation indirecte, l'obligation de compensation, le registre public, l'accès à une plate-forme de négociation, les contreparties non financières et les techniques d'atténuation des risques pour les contrats dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale.

**116.** Le Règlement 648/2012, en son considérant 25, prévoit que les règles relatives à la compensation des contrats dérivés de gré à gré, à la déclaration des transactions sur ces produits et aux techniques d'atténuation des risques pour les contrats dérivés de gré à gré qui ne sont pas compensés par une contrepartie centrale devraient s'appliquer aux contreparties financières, y compris les fonds de pension.

Sous-section 2

***L'exemption temporaire des fonds de pension de l'obligation de compensation***

**117.** Bien que les fonds de pension se qualifient de contreparties financières<sup>92</sup>, pour ces derniers<sup>93</sup>, dans la mesure où l'on peut mesurer la contribution des dérivés de gré à gré qu'ils utilisent à la réduction des risques d'investissement (dans un but de couverture) en relation directe avec la solvabilité des dispositifs des régimes de retraite, l'obligation de compensation prévue à l'article 4 du Règlement 648/2012 ne s'appliquera pas pendant une période de trois ans après l'entrée en vigueur du Règlement, le 16 août 2012. Cette période de trois ans pourra être prolongée pour de nouvelles périodes, une fois de deux ans et une fois d'un an<sup>94</sup>.

**118.** Les fonds de pension font souvent un usage important d'instruments dérivés de gré à gré pour couvrir leurs engagements contre l'inflation, les risques de change ou les taux d'intérêt. En principe, les gérants ont pour objectif de minimiser leurs positions en espèces pour maximiser leur gestion et leur rendement à long terme, détenant des actifs avec des rendements supérieurs comme des actions, par exemple. Le fait que seules les espèces soient acceptées par les contreparties centrales comme marge variable imposerait aux fonds de pension de garder plus d'espèces, et donc de réduire leur rendement à terme et les revenus des retraites futures. Pour protéger les revenus des futurs retraités de ce phénomène, la Commission européenne a décidé que l'obligation de compensation ne doit pas s'appliquer aux régimes de retraite tant qu'une solution technique appropriée pour le transfert de garanties (collatéral) autres qu'en espèces en tant que marges variables n'a pas été mise au point par les contreparties centrales. Ainsi, pendant la période transitoire, « les contrats dérivés de gré à gré qui ont été conclus dans le but de réduire les risques d'investissement directement liés à la solvabilité financière des dispositifs de régime de retraite devraient être soumis non seulement à l'obliga-

<sup>92</sup> Conformément à l'article 2, 8), du Règlement 648/2012.

<sup>93</sup> Conformément aux dispositions de l'article 89, 1).

<sup>94</sup> Article 85-2 du Règlement 648/2012.

tion de déclaration, mais également à des exigences de constitution de garanties (collatéral) bilatérales, l'objectif ultime étant toutefois de parvenir à une compensation dès que les conditions le permettront »<sup>95</sup>.

**119.** Au plus tard le 17 août 2014, la Commission européenne devra établir, après consultation de l'AEMF et de l'AEAPP, un rapport évaluant les progrès et les efforts réalisés par les contreparties centrales dans l'élaboration de solutions techniques pour le transfert, par les dispositifs de régime de retraite, de garanties (collatéral) autres qu'en espèces en tant que marges variables ainsi que la nécessité de mesures visant à faciliter une telle solution. Si la Commission estime que les efforts nécessaires pour élaborer des solutions techniques appropriées n'ont pas été déployés et que les effets négatifs de la compensation pour les contrats dérivés sur les prestations de retraite des futurs retraités restent inchangés, elle est habilitée à prolonger la période de 3 ans (*cf. ci-dessus*).

**120.** Les fonds de pension n'ont ainsi pas échappé aux turbulences qui ont secoué le monde de la finance et sont dans le collimateur des instances européennes. Cependant, la refonte de la directive IORP ne fait toujours pas l'objet d'un projet consensuel. Les fonds de pension sont des pourvoyeurs importants du financement à long terme en crise en Europe. Certaines des réformes initialement prévues risquent d'avoir des conséquences sur ce financement à long terme qui se raréfie déjà depuis plusieurs années. Au milieu de ces turbulences réglementaires, le Luxembourg continue à offrir un cadre juridique stable offrant de nombreuses flexibilités en termes de structuration à des employeurs qui voudraient offrir un véhicule d'épargne salariale à leurs employés.

## Glossaire

AEAPP	Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles
AEMF	Autorité européenne des marchés financiers
ASSEP	Association d'épargne-pension
Commissariat	Commissariat aux assurances
CSSF	Commission de surveillance du secteur financier
Directive AIFM	Directive 2011/61/UE

<sup>95</sup> Considérant 26 du Règlement 648/2012.

Directive 2000/12/CE	Directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil du 20 mars 2000 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice
Directive 2002/83/CE	Directive 2002/83/CE du Parlement européen et du Conseil du 5 novembre 2002 concernant l'assurance directe sur la vie
Directive 2003/41/CE	Directive 2003/41/CE du 3 juin 2003 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle
Directive 2004/39/CE	Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil
Directive 2009/65/CE	Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières
Directive 2009/138/CE	Directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2009 sur l'accès aux activités et de l'assurance et de leur exercice telle que modifiée
Directive 2011/61/UE	Directive 2011/61/UE du parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs
Directive 2013/14/UE	Directive 2013/14/UE du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant la directive 2003/41/CE concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle, la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et la directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs en ce qui concerne la dépendance excessive à l'égard des notations de crédit

FIA	Fonds d'investissement alternatif, au sens de la directive 2011/61/UE
Fonds CAA	Fonds de pension soumis à l'agrément et à la surveillance du Commissariat
Fonds CSSF	Fonds de pension soumis à l'agrément et à la surveillance de la CSSF
Lettre circulaire 09/7	Lettre circulaire 09/7 relative au dépôt des valeurs mobilières et liquidités utilisées comme actifs représentatifs des provisions techniques des entreprises d'assurances directes et des fonds de pension soumis à la surveillance du Commissariat telle que modifiée
Loi du 13 juillet 2005	Loi du 13 juillet 2005 relative aux institutions de retraite professionnelle sous forme de SEPCAV et ASSEP
Loi du 6 décembre 1991	Loi du 6 décembre 1991 sur le secteur des assurances, telle que modifiée
Loi IRP	Loi du 13 juillet 2005 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeur mobilière
Règlement 648/2012	Règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux
Règlement du 14 décembre 1994	Règlement grand-ducal du 14 décembre 1994 pris en exécution de la loi modifiée du 6 décembre 1991 sur le secteur des assurances et précisant les modalités d'agrément et d'exercice des entreprises d'assurances directes, tel qu'il a été modifié
Règlement du 31 août 2000	Règlement grand-ducal du 31 août 2000 portant exécution de l'article 26 alinéa 3 de la loi modifiée du 6 décembre 1991 sur le secteur des assurances et relatif aux fonds soumis au contrôle prudentiel du Commissariat
SEPCAV	Société d'épargne-pension à capital variable
Solvabilité II	Directive 2009/138/CE
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée



# Table des matières

<b>Comité scientifique</b> .....	V
<b>Conseil d'administration de l'ALJB</b> .....	VII
<b>Introduction</b>	
<i>Philippe BOURIN</i> .....	IX
<b>Préface</b>	
<i>Jean GUILL</i> .....	XI
<b>Avant-propos</b>	
<i>Jean-Jacques ROMMES</i> .....	XV
VOLUME I	
Évolution législative 2003-2013	
<b>1. – L'évolution législative de la décennie 2003-2013</b>	
<i>André ELVINGER</i> .....	3
Cadre légal et réglementaire du secteur financier	
<b>2. – « Nul n'est censé ignorer la loi » – Éclats de réflexion sur la normativité</b>	
<i>Françoise THOMA</i> .....	125
<b>3. – Les compétences, pouvoirs et moyens d'intervention de la CSSF</b>	
<i>Marc LIMPACH et François GOERGEN</i> .....	151
<b>4. – La Banque centrale du Luxembourg – Développements législatifs 2004-2013</b>	
<i>Etienne DE LHONEUX, Elisabeth SIMOES LOPES, Eric CADILHAC et Ulrike GÖTZ</i> .....	221
<b>5. – La constitution des établissements de monnaie électronique dans un contexte européen et luxembourgeois</b>	
<i>Jean-Louis SCHILTZ</i> .....	271
<b>6. – Dans l'ombre des banques</b>	
<i>André PRÜM et Pit RECKINGER</i> .....	305
<b>7. – The compliance function – a critical analysis</b>	
<i>Anette LÜHRING-RYDER</i> .....	347

<b>8. – L’ambivalence des relations entre le banquier et le juge pénal : entre Charybde et Scylla</b>	
<i>Catherine BOURIN-DION</i> . . . . .	383
<b>9. – Le rôle des réviseurs d’entreprises agréés en matière de contrôle légal des comptes et en matière de surveillance microprudentielle des établissements de crédit</b>	
<i>François MOUSEL</i> . . . . .	443
<b>10. – L’externalisation dans le secteur financier luxembourgeois</b>	
<i>Morton MEY et Marc MOUTON</i> . . . . .	489
<b>11. – La sous-traitance informatique dans le secteur financier – Cadre légal et implications pratiques</b>	
<i>Cyril PIERRE-BEAUSSE et Catherine DI LORENZO</i> . . . . .	567
<b>12. – Contrats informatiques : de quelques clauses essentielles</b>	
<i>Héloïse BOCK et Élodie LE GARGASSON</i> . . . . .	585
<b>13. – La législation sur les insolvabilités dans le secteur financier à l’épreuve de la crise</b>	
<i>Laurent FISCH, Franz FAYOT et Maryline ESTEVES</i> . . . . .	627

## VOLUME II

## Droit bancaire

<b>14. – L’investisseur privé serait-il devenu un simple consommateur ?</b>	
<i>Philippe BOURIN</i> . . . . .	705
<b>15. – Obligations d’information et de conseil en matière de services d’investissement : le banquier entre le marteau et l’enclume</b>	
<i>Myriam PIERRAT et André HOFFMANN</i> . . . . .	749
<b>16. – Le virement</b>	
<i>Olivier POELMANS et Udo PRINZ</i> . . . . .	785
<b>17. – Le démembrement de propriété dans le compte bancaire</b>	
<i>Glenn MEYER et Thomas BERGER</i> . . . . .	849
<b>18. – Le régime juridique des intérêts dans la perspective du banquier luxembourgeois</b>	
<i>Nicolas THIELTGEN</i> . . . . .	903
<b>19. – Le banquier dispensateur de crédit à la consommation</b>	
<i>Pierre-Michaël DE WAERSEGGER</i> . . . . .	949

<b>20. – Le secret bancaire luxembourgeois : <i>Sense and Sensibility</i></b>	
<i>Patrick GREGORIUS et Bob KIEFFER</i> . . . . .	997
<b>21. – Le régime juridique des opérations bancaires en ligne à l'épreuve de la réalité</b>	
<i>Élodie THIEL et Arnaud HELVIG</i> . . . . .	1061
<b>22. – La médiation : un atout dans la gestion par les banques et par les PSF des relations avec leur clientèle ?</b>	
<i>Jérôme GUILLOT, Haiko HEYMER, Catherine HUBER, Jan KAYSER, Saskia LEAL KEIJZER et Pauline ROUX</i> . . . . .	1105
<b>23. – Le banquier face à la saisie-arrêt civile de droit commun : développements récents</b>	
<i>François KREMER et Clara MARA-MARHUENDA</i> . . . . .	1147
VOLUME III	
Droit des sûretés	
<b>24. – Les garanties financières en droit luxembourgeois : un gage de solidité en des temps incertains</b>	
<i>François Guillaume DE LIEDEKERKE</i> . . . . .	1245
<b>25. – Le caractère accessoire du gage et la loi sur les contrats de garantie financière</b>	
<i>Patrick GEORTAY</i> . . . . .	1271
<b>26. – Quand le banquier s'aventure au-delà du Rubicon... Aspects de la responsabilité du banquier dispensateur de crédit lors de la réalisation d'un gage sur instruments financiers</b>	
<i>Laurence JACQUES et Denis VAN DEN BULKE</i> . . . . .	1293
<b>27. – L'hypothétique et le réel (droits hypothétiques et sûretés réelles)</b>	
<i>Marc MEHLEN et Hannes WESTENDORF</i> . . . . .	1323
<b>28. – Les accords sur le rang : hiérarchiser pour mieux partager</b>	
<i>Fabien DEBROISE</i> . . . . .	1349
Droit des sociétés	
<b>29. – Le <i>corporate governance</i> au Grand-Duché de Luxembourg : état des lieux et perspectives</b>	
<i>Alex SCHMITT et Armel WAISSE</i> . . . . .	1395

<b>30. – De l'importance du choix de la dénomination sociale dans le secteur financier</b>	
<i>Elisabeth OMES</i> . . . . .	1439
<b>31. – La domiciliation de sociétés en droit luxembourgeois</b>	
<i>Jean BRUCHER, Marie BENA et Nicolas BERNARDY</i> . . . . .	1473
<b>32. – Le dirigeant de fait : critères de la notion et réflexions sur la responsabilité</b>	
<i>Pierre METZLER et Florence PIRET</i> . . . . .	1517
<b>33. – Les sociétés en commandite luxembourgeoises : des véhicules d'investissement adaptés aux besoins des investisseurs</b>	
<i>Katia PANICHI, Laurent SCHUMMER et Olivier GASTON-BRAUD</i> . . . . .	1563
<b>34. – Les parts bénéficiaires – Les contours d'un instrument flexible en droit des sociétés et en droit fiscal</b>	
<i>Philippe PRUSSEN, Jean-Luc FISCH et Toinon HOSS</i> . . . . .	1619
<b>35. – De la nature essentiellement conditionnelle des plans de stock-options ou la fragile conciliation du capital et du travail</b>	
<i>Roger TAFOTIE</i> . . . . .	1661
Protection des données et concurrence	
<b>36. – La protection des données dans un monde globalisé</b>	
<i>Alexandre FIÉVÉE et Patrick SANTER</i> . . . . .	1695
<b>37. – La protection des données personnelles et les services financiers à l'aube d'une nouvelle réglementation européenne</b>	
<i>Alain GROSJEAN</i> . . . . .	1749
<b>38. – Du contrôle de la correspondance électronique du salarié : la délicate antinomie des droits sur le lieu de travail</b>	
<i>Héloïse BOCK et Louis BERNS</i> . . . . .	1809
<b>39. – Non-concurrence, non-sollicitation, non-débauchage : cadre juridique et évolutions jurisprudentielles (2004-2012)</b>	
<i>Marielle STÉVENOT</i> . . . . .	1841

## VOLUME IV

## Droit financier

<b>40. – Market infrastructures in Luxembourg: overview of the applicable legal frameworks</b>	
<i>Charles MONNIER et Caroline BONALD</i> . . . . .	1875

<b>41. – Offre au public ou placement privé d’instruments financiers</b>	
<i>Frank MAUSEN et Paul PÉPORTÉ</i> . . . . .	1903
<b>42. – Defensive strategies and other “Poison Pills” and “Shark Repellents” available to the management board of a (target) company under the Luxembourg Law of 19 may 2006 on takeover bids – A Luxembourg reflection on the ability of the management board of Luxembourg listed companies to resist hostile takeover bids</b>	
<i>Yann PAYEN et François BROUXEL</i> . . . . .	1945
<b>43. – Retrait obligatoire et rachat obligatoire</b>	
<i>François WARKEN</i> . . . . .	2007
<b>44. – Loi du 21 juillet 2012 relative au retrait obligatoire et au rachat obligatoire de titres de sociétés – Le cas des actions privilégiées sans droit de vote et des parts bénéficiaires</b>	
<i>Jacques LOESCH</i> . . . . .	2051
<b>45. – L’émission de titres dématérialisés sous la loi relative aux titres dématérialisés</b>	
<i>Philippe DUPONT</i> . . . . .	2065
<b>46. – Développements internationaux en matière de titres et de titres dématérialisés</b>	
<i>Marilène MARQUES et Marco RASQUE DA SILVA</i> . . . . .	2111
<b>47. – La loi du 1<sup>er</sup> août 2001 concernant la circulation des titres telle que modifiée par la loi du 6 avril 2013 relative aux titres dématérialisés</b>	
<i>Nicki KAYSER et Delphine HORN</i> . . . . .	2157
<b>48. – Key aspects of Luxembourg Securitisation and its place in the market</b>	
<i>Christian KREMER et Henri WAGNER</i> . . . . .	2195
<b>49. – Structured Finance in Luxembourg: a new dawn?</b>	
<i>Henri WAGNER et Andreas HEINZMANN</i> . . . . .	2229
<b>50. – Le banquier luxembourgeois, acteur de l’intermédiation en assurance-vie</b>	
<i>Frédéric VANHAEPEREN</i> . . . . .	2265
<b>51. – Les spécificités du contrat d’assurance-vie en tant qu’outil d’investissement</b>	
<i>Carine FEIPEL et Catherine BERNARDIN</i> . . . . .	2317

## VOLUME V

## Fonds d'investissement

<b>52. – Évolution de la <i>corporate governance</i> des organismes de placement collectif luxembourgeois</b>	
<i>Joëlle HAUSER et Caroline MIGEOT</i> . . . . .	2365
<b>53. – OPCVM et instruments financiers dérivés</b>	
<i>Michèle EISENHUTH et Nicolas BOUVERET</i> . . . . .	2443
<b>54. – La SICAR, une décennie au service du <i>Private Equity</i></b>	
<i>Murielle BROUILLET-MCSORLEY</i> . . . . .	2487
<b>55. – Le financement des fonds d'investissement luxembourgeois garanti par les engagements de souscription des investisseurs (<i>commitment liquidity facilities</i>)</b>	
<i>Steve JACOBY et Paul VAN DEN ABEELE</i> . . . . .	2547
<b>56. – Fonds de pension luxembourgeois: mise en perspective dans un contexte réglementaire international en pleine évolution sur fond de crise financière et économique</b>	
<i>Jacques ELVINGER, Olivia MOESSNER et Céline WILMET</i> . . . . .	2569
<b>57. – Luxembourg Shari'a compliant investment funds – distinctive features</b>	
<i>Geoffroy HERMANN</i> . . . . .	2607
<b>58. – Les sociétés de gestion d'OPCVM: une ère nouvelle vers une expansion européenne</b>	
<i>Luc COURTOIS</i> . . . . .	2633
<b>59. – Les missions du dépositaire d'organismes de placement collectif</b>	
<i>Gaëlle SCHNEIDER et Yves LACROIX</i> . . . . .	2671
<b>60. – Nouveaux régimes de responsabilité réglementaire du dépositaire d'OPC luxembourgeois : réalités (AIFMD) et perspectives (UCITS V)</b>	
<i>Frédérique LIFRANGE et Michel MENGAL</i> . . . . .	2713
<b>61. – La délégation des fonctions de gestion et de dépositaire dans les fonds d'investissement – analyse juridique et fiscale</b>	
<i>Xavier LE SOURNE et Olivier GASTON-BRAUD</i> . . . . .	2745
<b>62. – Luxembourg investment fund industry and the fight against money laundering and counter terrorist financing</b>	
<i>Guido KRUSE</i> . . . . .	2779

## VOLUME VI

## Droit fiscal

- 63. – L'éthique financière et fiscale, entre oxymore et croissance soutenable**  
*Laurent ENGEL et Émilien LEBAS* ..... 2823
- 64. – La société de gestion de patrimoine familial (SPF) – Analyse critique et perspectives**  
*Thierry LESAGE* ..... 2865
- 65. – Le bénéficiaire effectif en droit fiscal international**  
*Éric FORT et Clemens WILLVONSEDER* ..... 2887
- 66. – L'échange automatique des renseignements à des fins fiscales – Quo vademus ?**  
*Martina BERTHA et Yves PRUSSEN* ..... 2931
- 67. – La responsabilité pénale du banquier en matière fiscale**  
*Vincent NAVEAUX, Julie CHARTRAIN-HECKLEN et Florent TROUILLER* . . . 2969
- 68. – Aspects fiscaux de la restructuration de dettes**  
*Elisabeth ADAM et Jean-Luc FISCH* ..... 3013
- Droit européen
- 69. – Le rôle de la Cour de justice de l'Union européenne en matière financière à la suite de la crise de 2008**  
*Michel VAN HUFFEL* ..... 3045
- 70. – Le régime des garanties de l'Eurosystème**  
*Elisabeth SIMOES LOPES, Luc SCHUMACHER, Alexandra VASILIU et Caroline STREIFF* ..... 3079
- 71. – Questions de droit luxembourgeois liées à la création du Fonds européen de stabilité financière et du Mécanisme européen de stabilité**  
*Isabelle JASPART* ..... 3129
- 72. – State Aid Regime in the Financial Sector during the Crisis: Impact on Luxembourg**  
*Lorenzo GATTI* ..... 3163
- 73. – Du bon usage par les créanciers de la directive 2001/24/CE concernant l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit pour minimiser l'impact des faillites bancaires – Aspects français et luxembourgeois et nouvelles perspectives**  
*Alexandre CANTO et Emmanuelle PRISER* ..... 3189

<b>74. – La vente à découvert ou <i>short selling</i> – Le règlement (UE) n° 236/2012 du Parlement européen et du Conseil du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risques de crédit (le « Règlement »)</b>	
<i>Mathilde LATTARD et André HOFFMANN. . . . .</i>	3231
<b>75. – Regulation No. 1346/2000 on insolvency proceedings – The difficult COMI determination, the treatment of groups of companies and forum shopping in light of the CJEU's and domestic case law, and the modernisation of the Regulation</b>	
<i>Cintia MARTINS COSTA, Dirk RICHTER, Martine GERBER-LEMAIRE et Aurore MARCHAND . . . . .</i>	3281
<b>Liste alphabétique des auteurs . . . . .</b>	3365
<b>Index . . . . .</b>	3373